

社会服务行业

2020 年投资策略:布局核心赛道与核心资产

核心观点:

- **消费增速下行背后仍有韧性,估值仍有提升空间。**近几年宏观经济增速下滑,消费和服务行业保持了较高的韧性,但相对前几年增速也有回落,子行业增速存在分化,餐饮旅游行业收入增速也高于整体社零增速。我们认为消费未来看点将集中于可选消费的韧性以及下沉市场的较大潜力。从全球消费龙头 PB-ROE 分布来看,A 股部分消费龙头估值具备优势,社服龙头整体偏低,估值仍有提升空间。
- **行业增速放缓背景下,核心资产更加核心。**19 年以来消费龙头和行业整体增速有所分化,核心资产呈现出更为核心的特征。A 股市值前 5%、前 20%和其余 80%的消费行业上市公司 19 年前三季度营收增速分别为 12%/9%/2%,扣非后净利润增速分别为 13%/11%/-12%,成长能力分化明显且龙头公司业绩增长稳定。
- **细分行业:免税、职教行业增长确定性较强,酒店行业头部效应明显**
免税:行业将持续受益于中国居民高端消费的增长,渠道具备较强竞争力。我们看好免税行业未来三至五年较好的成长性,行业将持续受益于高端化妆品及奢侈品需求高增长、消费回流带来的国内免税渠道占比的提升以及市内店逐步推进。今年以来,国内免税仍维持快速增长,其中离岛免税维持 30%以上增速,而机场渠道在部分目的地客流下滑预期下也有稳定增长。我们预计 2018 至 2025 年中国内地居民在境内购买奢侈品消费额复合增速将接近 19%,而随着市内免税等政策放开,渠道渗透转化率持续提升。中免在免税行业的占比已达到近 90%,未来在规模、渠道、以及与品牌商的议价能力上将持续显示更高的壁垒和优势地位。
酒店:龙头正在加速成长,经济下滑韧性加强。19 年以来酒店业同店 RevPar 同比下滑 3-6%,但龙头公司新开店维持高速增长,盈利稳定增长,显示行业头部公司增长韧性。加盟业务由于开店数量呈现更高速增长,已经成为酒店龙头的主要盈利贡献。从中长期看,酒店是头部集中效应最强的赛道之一。龙头公司一方面将在未来 3-5 年维持稳健的新开店速度,另一方面门店结构也在不断优化,龙头盈利仍将保持较强的韧性,估值或进一步提升。
旅游:行业整体增速放缓,头部公司竞争力显现。近年来门票降价政策导致景区盈利承压,但以宋城为代表的演艺公司优势显现,而旅行社和 OTA 龙头也持续受益于消费升级带来的出境游及高端旅游产品需求的增长,同时凭借上游旅游资源的整合能力、产品开发和品牌力进一步提升市占率。
教育:强者恒强,看好职教和 K12 教培赛道。职业教育方面,近年来利好政策频出,此外就业压力下招录考试报名人数持续增加,竞争激烈有望带来参培率的同步提升。而产业升级也为职业技能培训带来较大空间;K12 教培方面,去年以来政策对 K12 教培行业整顿力度加大,行业规范度和集中度有望逐步提升。我们看好受益于政策支持的职教行业以及逐步规范后集中度提升的 K12 教培行业,同时下沉市场的消费活力和对优质教育资源的需求也将长期利好职教和 K12 教培发展。
- **观点:看好免税、酒店、职教等细分行业,三条主线优选公司**
 近几年社会服务行业增速在宏观经济下行背景也有回落,不过包括社服在内的多数消费行业龙头正在享受集中度提升,盈利能力向好的优势。我们认为,社服各个子行业免税、酒店、旅游、教育龙头公司中长期仍具有较好的成长性,并且从全球消费龙头 PB-ROE 分布来看,社服龙头整体偏低,估值仍有提升空间。我们继续看好增长确定性较强的免税行业,开店延续高增长周期性减弱的酒店行业,受益于政策规范集中度提升的教育行业,以及部分品牌优势及成长能力较强的景区和 OTA 龙头公司。A 股重点看好三条主线:(1)细分赛道景气度高,盈利增长确定性较强的中国国旅和中公教育:中国国旅、中公教育;(2)受益于宏观经济增长趋稳,集中度提升的酒店行业 and 人力资源管理行业龙头:锦江酒店、首旅酒店、科锐国际;(3)自下而上受益于品牌优势及高速扩张的景区龙头:宋城演艺。同时建议关注 K12 龙头凯文教育、立思辰以及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:免税政策出台不及预期;宏观经济影响旅游和酒店行业整体需求;酒店龙头加盟拓展不及预期;教育行业监管趋严影响公司经营;人才流失风险。**

行业评级

买入

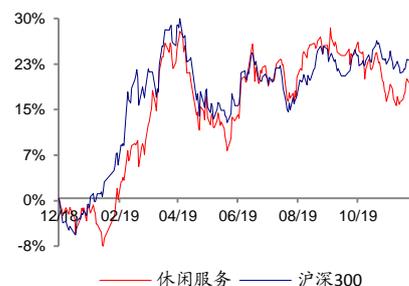
前次评级

买入

报告日期

2019-12-16

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:

休闲服务行业投资策略月报 2019-12-04

(2019 年 12 月):双十一免税维持高增长,酒店景气有望筑底回升

休闲服务行业:免税高景气持续 2019-11-05

续,酒店龙头盈利仍有韧性

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	90.12	2019/10/30	买入	98.80	2.40	2.47	37.55	36.49	25.55	22.05	22.2	19.8
宋城演艺	300144	CNY	28.9	2019/10/23	买入	31.90	0.96	1.01	30.10	28.61	27.55	23.05	13.9	13.0
首旅酒店	600258	CNY	19.45	2019/11/01	买入	24.30	0.79	0.94	24.62	20.69	8.77	7.94	9.5	10.8
锦江酒店	600754	CNY	26.4	2019/10/31	买入	26.75	1.07	1.27	24.67	20.79	10.06	8.46	8.6	9.1
中公教育	002607	CNY	18.55	2019/10/29	增持	20.20	0.28	0.38	66.25	48.82	56.27	39.64	16.2	17.8
科锐国际	300662	CNY	28.54	2019/10/31	增持	35.00	0.81	0.99	35.23	28.83	25.56	20.88	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、消费增速下行背后仍有韧性，估值仍有提升空间	8
(一) 近几年受宏观经济下行影响，消费和服务行业增速也在放缓	8
(二) 休闲服务行业整体增速下行，景点、旅行社有所拖累	10
(三) 全球龙头 PB-ROE 分布：A 股部分消费龙头估值具备优势，社服龙头整体偏低	11
二、行业增速放缓背景下，核心资产更加核心	13
(一) 消费行业大市值公司成长能力、盈利能力显著更优	13
(二) 社会服务行业 19 年板块表现分化，核心资产韧性凸显	14
三、免税：中国居民高端消费持续增长，免税渠道具备竞争力	16
(一) 中国居民高品质和体验型消费持续增长，免税渠道成为优势增长渠道	16
(二) 境外 vs 境内：消费回流空间较大，离岛、口岸、市内多点开花	19
(三) 免税渠道前景向好：政策放宽、渠道增加、购物渗透转化率提升	22
四、酒店：龙头正在加速成长，经济下滑韧性加强	24
(一) 2019 年周期下行酒店估值承压，龙头加盟扩张提速业绩有韧性	24
(二) 中长线酒店是头部集中效应最强的赛道之一，龙头成长空间广阔	29
(三) 酒店股正在从周期逻辑转为成长逻辑，目前估值有望提升	33
五、旅游：行业整体增速放缓，头部公司竞争力显现	34
(一) 自然景区：门票降价经营承压，挑战与机遇并存	34
(二) 人造景区：主题公园需求向好，旅游演艺龙头项目持续扩张	37
(三) 出境游：行业增速放缓、客源和目的地市场继续分化	39
六、教育：强者恒强，看好职教和 K12 教培	41
(一) 政策风险逐步释放，职教 K12 教培等赛道空间广阔	41
(二) 职业教育：政策扶持力度大，产业升级和就业压力为职业教育带来较大空间	46
(三) 在线教育：人工智能、5G 发展助力在线教育，高投入换高增长，成熟盈利模式仍有待探索	54
(四) K12：政策引导行业规范化，新东方好未来加速下沉市场布局	58
(五) 高教：政策风险减弱，增长依赖外延并购	62
七、观点：看好免税、酒店、职教等细分行业，三条主线优选公司	63
八、风险提示：	64

图表索引

图 1: 近年来 GDP 和第三产业 GDP 增速均有所放缓.....	8
图 2: 社零增速、批零 GDP 增速以及住宿和餐饮业 GDP 增速均有所下滑.....	8
图 3: 近年来限额以上企业餐饮收入增速高于商品零售增速.....	9
图 4: 2018 年全国旅游收入同比增长 12.3%	9
图 5: 食品饮料、日化等行业零售额增长较快.....	9
图 6: 地产系等消费行业零售额增速下滑明显.....	9
图 7: 14-18 年出境游和出国游复合增速分别为 8.7%和 19.4%.....	10
图 8: 2018 年中国内地奢侈品市场规模达 1700 亿元, 同比增长 20%.....	10
图 9: 休闲服务板块重点公司营收和业绩增速整体放缓	10
图 10: 休闲服务行业子板块营收增速	11
图 11: 休闲服务行业子板块扣非后业绩增速.....	11
图 12: 食品、饮品及农牧行业全球龙头 PB-ROE (%)	12
图 13: 酒店、餐饮和休闲行业全球龙头 PB-ROE (%)	12
图 14: 个护、日用品行业全球龙头 PB-ROE (%)	12
图 15: 零售和电商全球龙头 PB-ROE (%)	12
图 16: 纺织服装和奢侈品行业全球龙头 PB-ROE (%)	12
图 17: 家用电器全球龙头 PB-ROE (%)	12
图 18: 消费行业公司营收增速对比.....	13
图 19: 消费行业公司扣非后业绩增速对比.....	13
图 20: 消费行业公司平均毛利率对比	13
图 21: 消费行业公司扣非后净利率对比.....	13
图 22: 消费行业公司平均 ROE 对比.....	14
图 23: 消费行业公司平均净资产负债率对比	14
图 24: 18 年中国内地居民全球购买奢侈品总额达 858 亿欧元, 近 8 年复合增速 13.2%.....	17
图 25: 17、18 年 LVMH 亚太地区营收增速分别为 18.3%和 13.0%	17
图 26: 17、18 年 Kering 亚太地区营收增速分别为 23.6%和 1.9%.....	17
图 27: 贝恩咨询预测到 2025 年, 线上渠道将占全球奢侈品销售额比例 25%	18
图 28: 2018 年全球免税行业销售额达 789.6 亿美元, 同比增长 12.9%	18
图 29: 2016-18 年全球免税渠道香化品类销售额增长显著加速	19
图 30: 2017、18 年欧莱雅高端产品营收增速分别为 10.5%和 14.4%.....	19
图 31: 2017、18 年雅诗兰黛营收增速分别为 13%和 11%	19
图 32: 2019 年 1-10 月韩国免税业累计实现销售额 174 亿美元, 同比增长 21%.....	20
图 33: 2018 年 12 月-19 年 11 月的一年中海南离岛免税 129 亿元, 同比增长 34%	20
图 34: 截止 19 年 11 月的一年中海南离岛免税购物人次同比增长 20.1%.....	21
图 35: 19 年下半年以来海南离岛免税客单价提升显著 (单位: 元)	21
图 36: 19 年 1-10 月浦东机场国际和地区旅客吞吐量同比增长 2.9%	21
图 37: 19 年 1-10 月首都机场国外航线客流量同比增长 2.6%	21

图 38: 近年来欧莱雅大幅提升线上推广营销投入	24
图 39: 近年来雅诗兰黛大幅提升线上推广营销投入	24
图 40: 三大酒店集团 RevPar 同比增速对比 (单位: 元/晚)	25
图 41: 三大酒店集团出租率同比增速对比	25
图 42: 三大酒店集团门店数	29
图 43: 三大酒店集团加盟店占比	29
图 44: 三大酒店集团中高端门店占比	29
图 45: 连锁酒店、OTA 和 OYO 模式是整合存量酒店资源的三种主要路径	31
图 46: 国内酒店品牌发展呈现从低端到高端的阶梯式过程	32
图 47: 国内不同客房规模酒店门店规模 (单位: 家)	32
图 48: 国内不同客房规模酒店客房规模 (单位: 家)	32
图 49: 2019 年上半年内地居民出境游和出国游增速分别为 14%和 9%.....	39
图 50: 19 年 1-10 月中国航空公司国际航班订座量 8321 万人次, 同比增长 12.3%	39
图 51: 2017 年以来携程营收增速有所回落	40
图 52: 2017 年以来携程盈利能力向好	40
图 53: 2019 年前三季度携程旅游度假营收同比增长 22.4%	41
图 54: 城镇居民人均可支配收入稳步增长	44
图 55: 中国人均教育支出稳定增长	44
图 56: 全国平均每十万人接受 K12 阶段教育人数	44
图 57: 17 年高等教育进修和培训人次 968 万/+5.2%	44
图 58: 17 年非学历中等职业教育结业人次为 4744 万	45
图 59: 17 年中职教育结业 4280 万人次, YOY+1.1%	45
图 60: 2017 年全国各线城市人口分布	45
图 61: 全国各线城市消费者信心指数	45
图 62: 一线和下沉市场居民日常花费最高类别占比	46
图 63: 下沉市场教育支出分布	46
图 64: 教育类 APP 在下沉市场和全网渗透率对比	46
图 65: 职业教育细分赛道规模和平台能力	47
图 66: 2020 年国家公务员招录人数为 2.4 万人, 过审人数为 143.7 万人	48
图 67: 近年来省考招录人数持续下降, 2019 年招录人数为 8 万人 (单位: 万人)	48
图 68: 2019 年全年教师资格证笔试考试人数为 880 万人, 同比增长 35%	49
图 69: 我国各学段生师比仍有下降空间	49
图 70: 2019 年考研报名人数达到 290 万人, 同比增长 21.8%	49
图 71: 11-18 年农民工人数及参加过非农职业技能培训占比	50
图 72: 职业技能市场空缺与求职者比例有所上升	50
图 73: 2004-2018 年我国高等教育毕业人数持续增长 (单位: 万人)	50
图 74: 中国就业市场景气指数及同比	50
图 75: 中公教育 19 年前三季度营收同比增长 47.7%	51
图 76: 中公教育前三季度归母净利同比增长 77.2%	51
图 77: 中公教育公务员招录培训收入占比为 50%, 同比下降 8.9pct	52
图 78: 中国东方教育 15-18 年营收复合增速为 21.3%	52

图 79: 中国东方教育新兴品牌欧米奇、美味学院占比迅速提升	52
图 80: 中国东方教育旗下成熟品牌营收增速对比	53
图 81: 中国东方教育 19 年上半年归母净利润同比增长 48%	53
图 82: 中国东方教育盈利能力受新开店影响有所下滑	53
图 83: 中国东方教育旗下新东方、新华电脑盈利能力稳定, 上半年各品牌毛利率均有所提升	53
图 84: 2019-2021 年东方教育预期新建学校情况 (单位: 所)	54
图 85: 国内在线教育交易规模和增速	55
图 86: 18 年国内在线教育用户规模达 2.1 亿人	55
图 87: 国内在线 K12 教育市场高速增长	55
图 88: 国内 K12 在线教辅渗透率持续提升	55
图 89: 国内在线校外辅导及备考课程付费学生人次及增速	55
图 90: 新东方在线销售费用率	56
图 91: 美股上市的在线教育公司单季度销售费用率	56
图 92: 2019 财年新东方在线实现营收 9.2 亿元, 同比增长 41.3%	56
图 93: 新东方在线毛利率和净利率水平	56
图 94: 新东方在线 19 年亏损 6411 万元	57
图 95: 新东方在线各项费用率	57
图 96: 新东方在线各学段付费用户均快速增长	57
图 97: 新东方在线各类型课程客单价	57
图 98: 跟谁学 19 年前三季度实现营收 11.8 亿元, 同比增长 449%	58
图 99: 跟谁学 19 年前三季度 Non GAAP 口径净利润为 8909 万元	58
图 100: 跟谁学毛利率和 Non GAAP 净利率水平	58
图 101: 跟谁学各项费用水平	58
图 102: 2014-2018 年国内 K12 课后教育服务市场规模	59
图 103: K12 各学段课后教辅参培率	59
图 104: 国内参加 K12 课后教辅的人次	59
图 105: 2017 年 K12 课后教育服务行业 CR5 仅为 4.7%	59
图 106: 新东方 19 年实现营收 31 亿美元, 同比增长 27%	60
图 107: 新东方 19 年归母净利润同比下降 19.6%	60
图 108: 新东方毛利率和净利率水平	60
图 109: 新东方各项费用水平	60
图 110: 好未来 19 财年实现营收 26 亿美元, 同比增长 49%	61
图 111: 好未来 19 财年归母净利润同比增长 85%	61
图 112: 好未来毛利率和净利率水平	61
图 113: 好未来各项费用水平	61
图 114: 新东方、好未来三线及以下下沉市场学习中心占比	62
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)	15
表 2: 海南离岛免税政策不断放宽	22
表 3: 我国进出口岸免税店政策对经营主体在有限竞争框架下稳步放宽	22

表 4: 已开业和在建的中国境内免税店持续推进	23
表 5: 首旅酒店分类别酒店季度 RevPar 情况 (单位: 元/晚)	25
表 6: 首旅酒店成熟酒店季度经营数据	26
表 7: 锦江酒店境内满 18 个月酒店经营数据	27
表 8: 2019 年前三季度三大酒店集团开店情况	28
表 9: 2019 年前三季度三大酒店集团分品牌门店开店情况	28
表 10: 各类型住宿业态对应物业客房数	31
表 11: 三大酒店集团收入及利润测算 (万元)	33
表 12: 近期主要上市景区门票价格下调情况	35
表 13: 主要上市景区 2008 年以来景区营收、客单价及客流量概览	36
表 14: 宋城演艺存量、在建和储备自建项目情况概览	38
表 15: 主要上市旅行社公司财务数据	40
表 16: 教育各子行业政策梳理和具体政策要点	42
表 17: 15-19 年事业单位联考参加省区和招聘情况	48
表 18: 区域中心所在城市目前运营学校情况及未来覆盖省市区以及特别行政区	54
表 19: 高等教育版块公司财务及估值	62

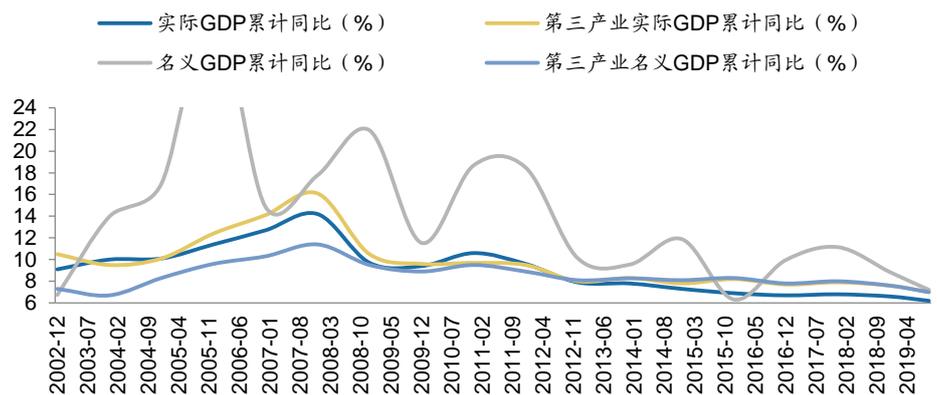
一、消费增速下行背后仍有韧性，估值仍有提升空间

(一) 近几年受宏观经济下行影响，消费和服务行业增速也在放缓

1. 消费行业增速下行至10%以下，预计未来维持平稳增长

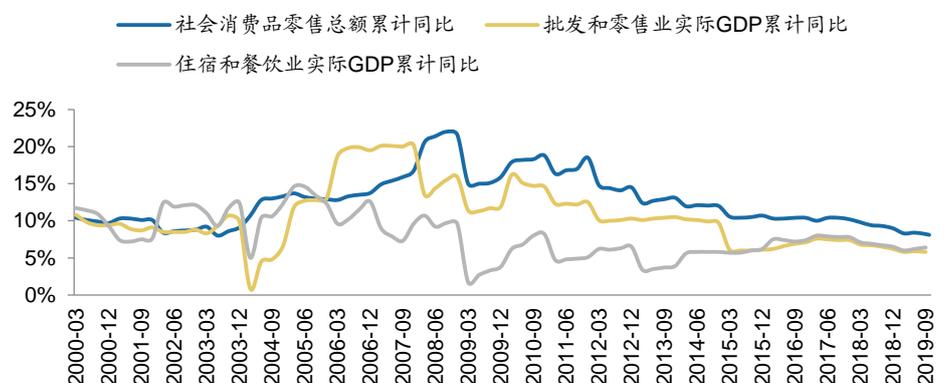
近几年宏观经济增速下滑，消费和服务行业保持了较高的韧性，但相对前几年增速也有回落。2019年前三季度名义GDP增速和实际GDP增速分别为7.2%和6.2%。其中第三产业实际GDP增速也回落至7.0%，批发零售和住宿餐饮实际GDP增速分别下降至5.8%和6.4%。2018年和19年前三季度代表消费行业的社零增速分别为9.0%和8.2%，相比05年至-15年复合增速16.2%有明显回落。根据广发宏观的预期，未来五年消费行业增长将趋近于名义GDP增速，我们预计社服相关行业增长也整体维持10%或以下的增速。

图 1：近年来 GDP 和第三产业 GDP 增速均有所放缓



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 2：社零增速、批零 GDP 增速以及住宿和餐饮业 GDP 增速均有所下滑

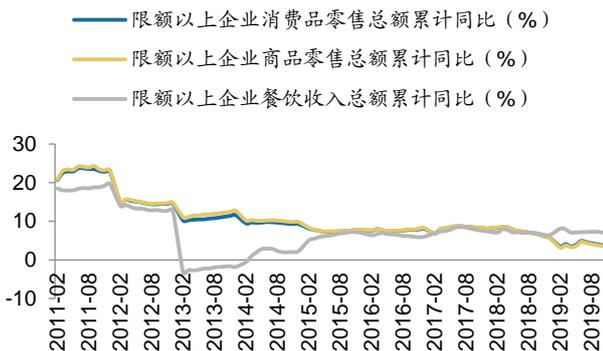


数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

2. 从消费子行业看仍有一定分化，非地产系消费相对具有韧性

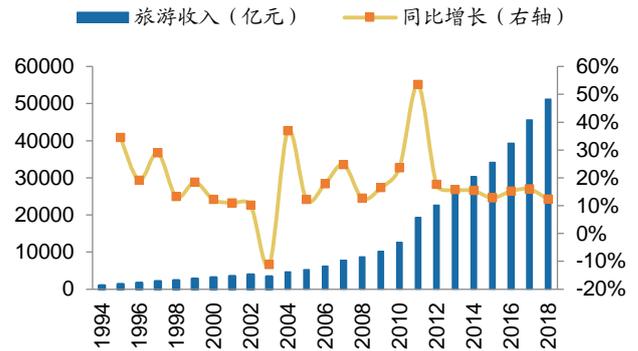
从限额以上社零增速来看，消费各子行业增速也有分化。2010年以来食品饮料、日化、化妆品等行业占比持续上升，此外旅游和餐饮行业收入增速也处于高于整体社零增速的水平。2018年全国旅游收入同比增长12.3%，2019年1-10月限额以上餐饮收入增速为7.1%，显著高于限额以上企业消费品整体增速3.8%，而地产系消费（汽车、家电、装修、家具）平稳下降，2019年降至约0%-5%的水平。

图3：近年来限额以上企业餐饮收入增速高于商品零售增速



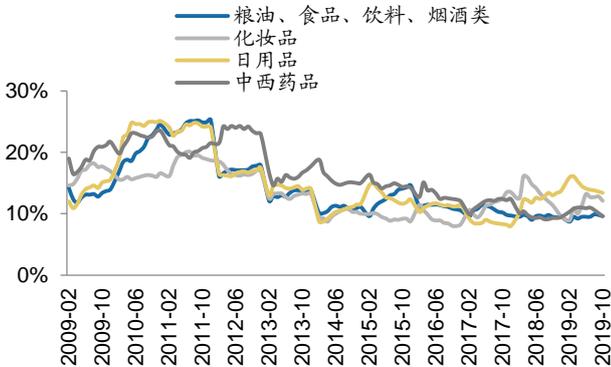
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图4：2018年全国旅游收入同比增长12.3%



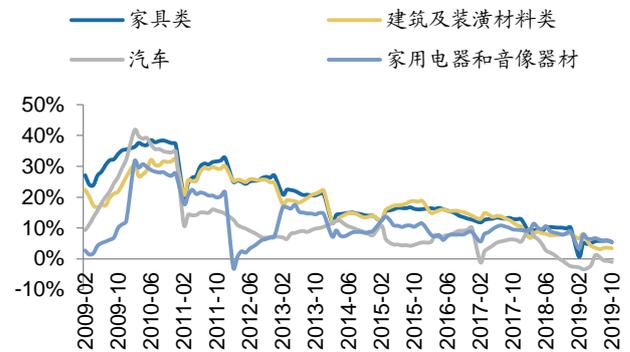
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图5：食品饮料、日化等行业零售额增长较快



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图6：地产系等消费行业零售额增速下滑明显

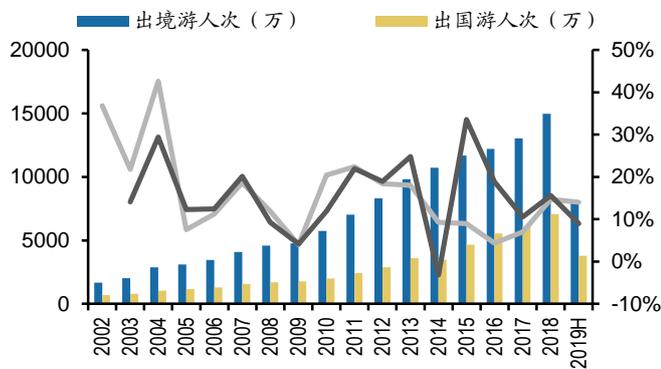


数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

我们认为消费未来看点将集中于中高端阶层人群可选消费的韧性以及下沉市场的较大潜力。从高端旅游和奢侈品的数据来看，近两年并未受到经济压力明显拖累。从代表高端旅游的出境游数据来看，近年来我国居民出境游快速增长，2018年出境游和出国游人次分别达1.5亿人次和7073万人次，同比分别增长14.7%和15.6%；2019年上半年内地居民出境游和出国游增速分别为14%和9%。14-18年出境游和出国游复合增速分别为8.7%和19.4%。而奢侈品消费增长强劲，2018年内地奢侈品市场规模达1700亿人民币，2017年和2018年同比增速分别为21%和20%，高端消费体现出较强韧性。同时下沉市场消费潜力正在逐步释放，大量的“小镇青年”住房和生活成本压力较小，闲暇时间较多，随着移动互联网的大规模普及和电商渗透率的持续提

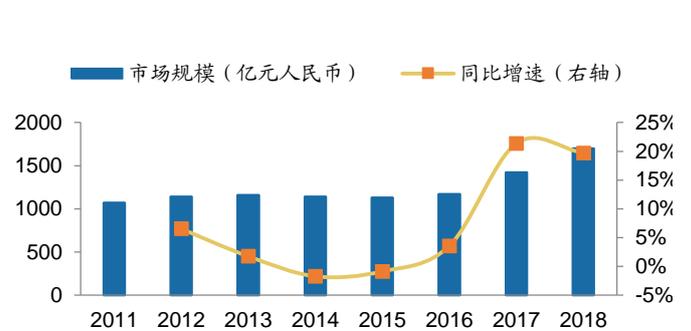
升，三四线城市居民的消费习惯和倾向有望逐渐向一二线看齐，消费升级的潜力巨大。

图7: 14-18年出境游和出国游复合增速分别为8.7%和19.4%



数据来源：文化和旅游部，广发证券发展研究中心

图8: 2018年中国内地奢侈品市场规模达1700亿元，同比增长20%

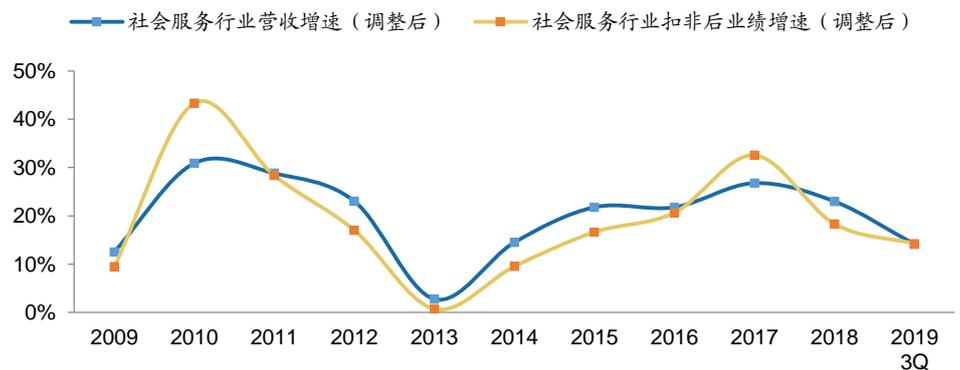


数据来源：Bain&Company，广发证券发展研究中心

（二）休闲服务行业整体增速下行，景点、旅行社有所拖累

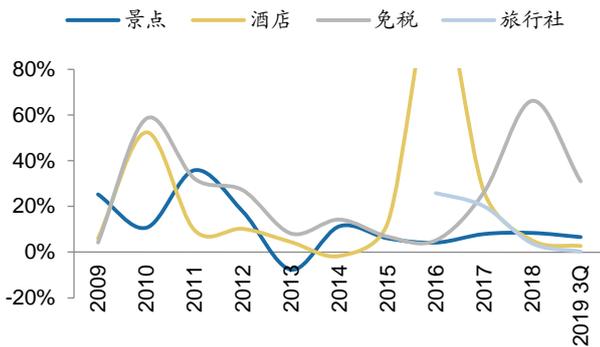
从休闲服务行业来看，19年前三季度行业营收和业绩增速有所放缓，主要是受到酒店、景点、旅行社等子版块增速下行拖累。我们选取33家社会服务和教育行业公司，用整体法来看，19年三季度营收和扣非后净利润增速分别为14.1%和14.3%，较18年均有所放缓。其中免税、酒店、景点和旅行社子板块营收增速分别为31%（可比口径估算）、3%、7%和0%，扣非后净利润增速分别为25%、15%、2%和-32%。

图9: 休闲服务板块重点公司营收和业绩增速整体放缓



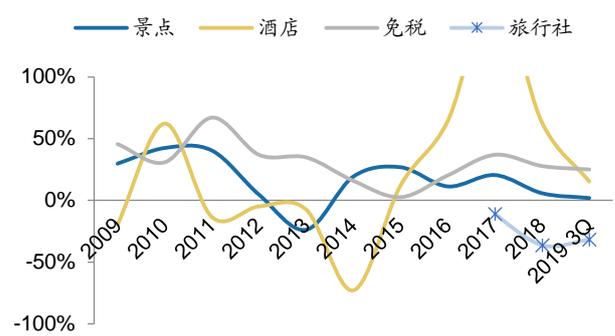
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图10: 休闲服务行业子板块营收增速



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图11: 休闲服务行业子板块扣非后业绩增速



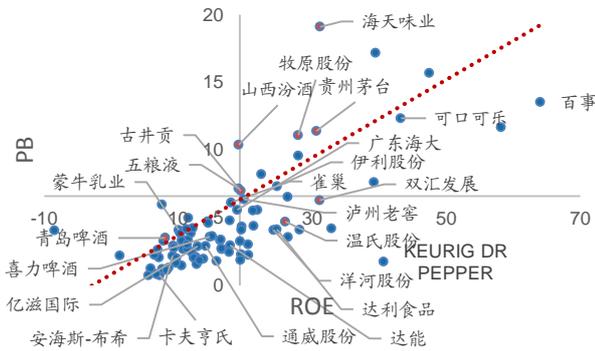
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

(三) 全球龙头 PB-ROE 分布: A 股部分消费龙头估值具备优势, 社服龙头整体偏低

我们根据GICS行业分类, 挑选了全球市值超过70亿美元的可选消费和必选消费龙头公司共326家以及首旅酒店、锦江酒店和宋城演艺等A股休闲服务行业龙头。从龙头PB-ROE分布来看, 消费龙头主要集中分布在高PB高ROE区域和低PB低ROE区域。整体来看, 和海外龙头对比, A股龙头标的位于低ROE低PB区域较多, 分布于高ROE低PB区域较少, 且不同消费子行业存在一定分化。我们用各个消费子行业龙头公司散点分布拟合而成的趋势线来观察标的的估值水平, A股消费行业龙头处于拟合直线下方的标的较多, 估值偏低, 投资价值凸显。

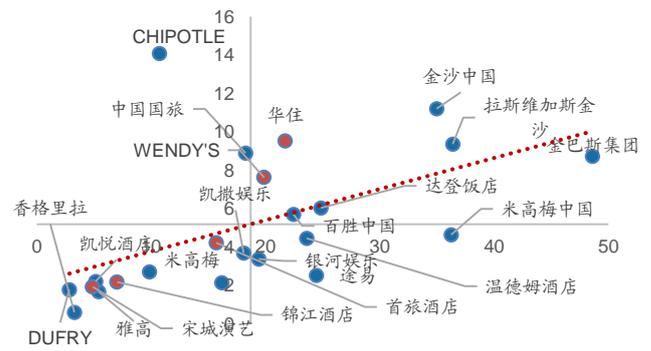
- ✧ **社服板块:** 相比其他消费行业的估值和盈利能力, 酒店、餐饮和休闲服务行业全球龙头PB-ROE分布来看, 低PB低ROE区域标的较多。和全球龙头相比, 国内旅游龙头公司包括宋城演艺、首旅酒店、锦江酒店等均处于拟合直线下方, 估值偏低, 投资性价比较高。
- ✧ **其他消费板块:** A股食品饮料板块大市值公司占比较高, ROE普遍高于全球其他市场公司, 估值也相对较高; 此外, 零售、家电、服装等行业A股公司ROE-PB区域分化明显, 整体看与全球估值基本一致。

图12: 食品、饮品及农牧行业全球龙头PB-ROE (%)



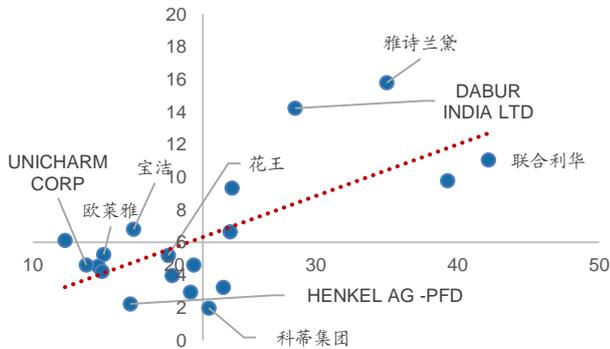
数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图13: 酒店、餐饮和休闲行业全球龙头PB-ROE (%)



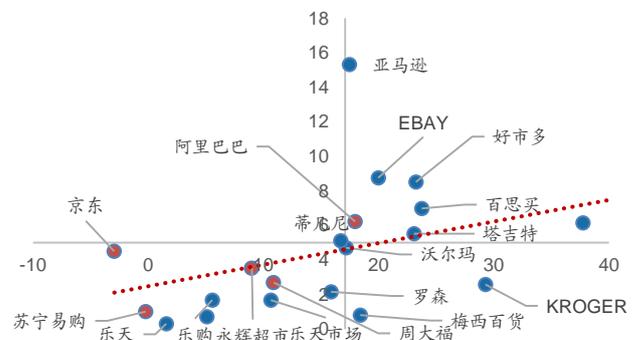
数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图14: 个护、日用品行业全球龙头PB-ROE (%)



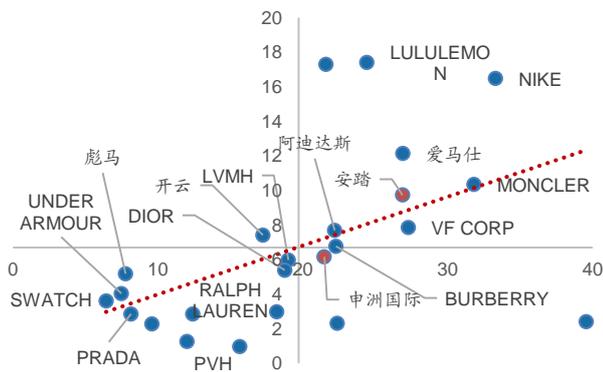
数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图15: 零售和电商全球龙头PB-ROE (%)



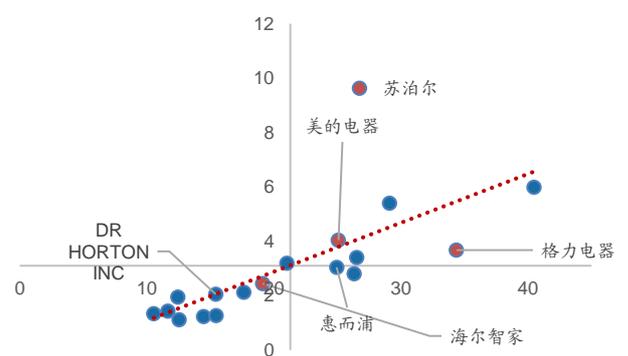
数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图16: 纺织服装和奢侈品行业全球龙头PB-ROE (%)



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图17: 家用电器全球龙头PB-ROE (%)



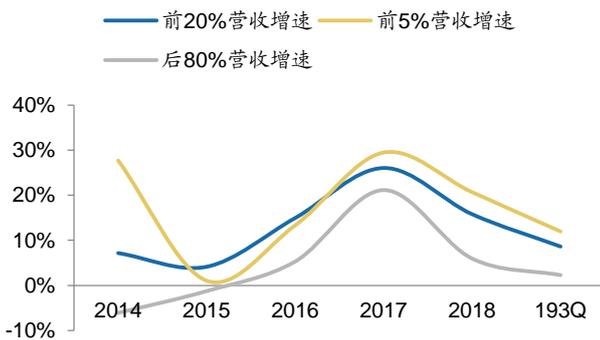
数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

二、行业增速放缓背景下，核心资产更加核心

（一）消费行业大市值公司成长能力、盈利能力显著更优

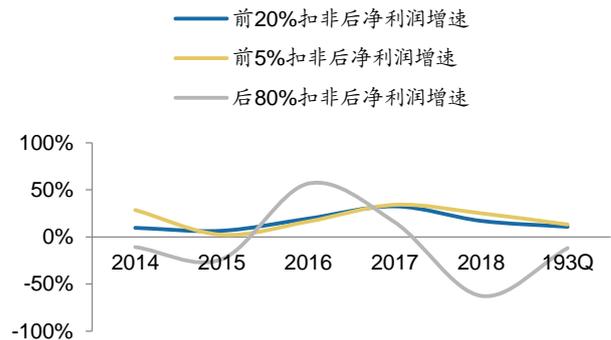
从A股消费行业风格来看，19年以来龙头和行业整体增速有所分化，集中度提升成为长期趋势，核心资产呈现出更为核心的特征。我们选取申万食品饮料、休闲服务、家用电器、轻工制造、纺织服装和商业贸易一级行业的A股上市公司，按照市值前5%、前20%和其余80%将上市公司分为三类，采用整体法计算。19年前三季度前5%、前20%和后80%的上市公司营收增速分别为12%、9%和2%，扣非后净利润增速分别为13%、11%和-12%，成长能力分化明显且龙头公司业绩增长稳定。从盈利能力来看，龙头公司盈利能力稳中有升，19年前三季度前5%、前20%和后80%的上市公司平均毛利率分别为49%、42%和29%，扣非后净利率分别为18%、13%和2%，ROE分别为19%、14%和5%。从偿债能力来看，龙头公司净资产负债率较低，19年前三季度前5%的公司平均净资产负债率为0.89，低于前20%和后80%公司平均的0.95和0.93。

图18: 消费行业公司营收增速对比



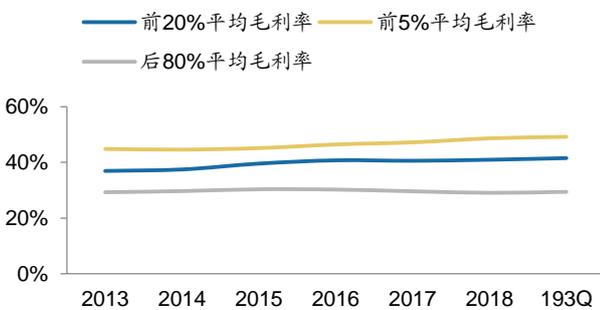
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图19: 消费行业公司扣非后业绩增速对比



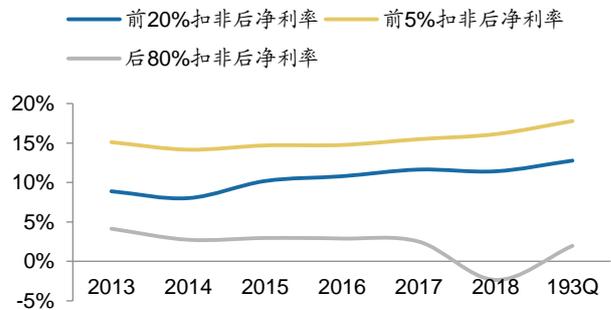
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图20: 消费行业公司平均毛利率对比



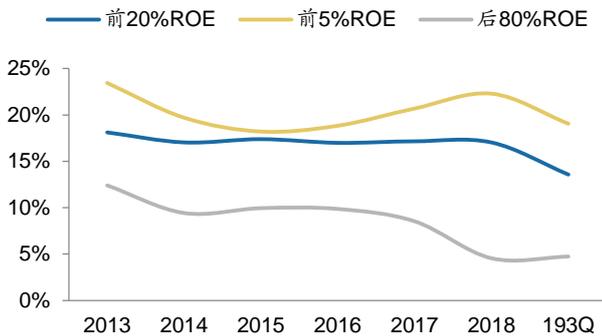
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图21: 消费行业公司扣非后净利率对比



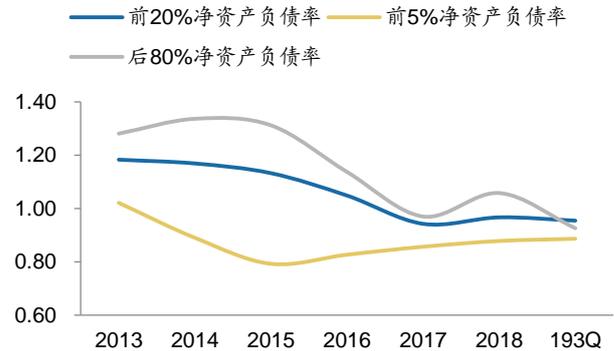
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图22: 消费行业公司平均ROE对比



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图23: 消费行业公司平均净资产负债率对比



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

(二) 社会服务行业 19 年板块表现分化, 核心资产韧性凸显

从社会服务行业情况来看, 核心资产表现稳健。免税龙头依然维持高增长。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%。考虑旅行社剥离和上海日上并表时间不同, 测算前三季度营业和扣非净利润扣非净利润同比分别增长31%和25%。

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, 龙头业绩仍体现出一定韧性。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。酒店龙头未来有望受益于开店加速以及门店结构的持续改善。

景点板块上市公司业绩增长承压, 但演艺龙头宋城演艺表现依旧稳健, 桂林和张家界项目爬坡良好。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, 前三季度公司营收和扣非后净利润分别为18.2和9.8亿元, 同比分别增长17.6%和19.9%。

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%。其中, 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。

教育板块我们关注的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。前三季度教育公司整体营收/归母净利润/扣非后净利润同比分别增长32.7%/69.3%/98.1%, 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%。

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	33.83	8.47	8.73	3.0%	1.69	1.86	10.3%	1.69	1.82	8.0%
000978.SZ	桂林旅游	18.94	4.39	4.75	8.2%	0.79	0.55	-30.5%	0.75	0.53	-29.1%
300144.SZ	宋城演艺	418.06	15.50	18.23	17.6%	8.54	10.07	18.0%	8.22	9.85	19.9%
600054.SH	黄山旅游	60.87	11.90	12.39	4.1%	4.21	3.36	-20.2%	3.33	3.20	-3.9%
600138.SH	中青旅	88.09	89.29	95.45	6.9%	5.47	5.45	-0.3%	4.45	4.21	-5.4%
600749.SH	西藏旅游	21.40	1.48	1.56	5.7%	0.21	0.25	19.5%	0.15	0.15	5.2%
000610.SZ	西安旅游	21.90	6.24	6.55	4.9%	-0.11	-0.05	57.0%	-0.16	-0.10	34.1%
600706.SH	曲江文旅	18.44	9.87	9.89	0.2%	1.13	1.03	-9.6%	1.10	0.94	-14.3%
600593.SH	大连圣亚	53.30	3.00	2.76	-8.0%	0.91	0.73	-20.0%	0.88	0.67	-24.0%
603099.SH	长白山	23.60	3.84	3.85	0.4%	0.77	0.82	6.6%	0.77	0.81	5.7%
603199.SH	九华旅游	25.06	3.63	4.17	15.0%	0.80	1.07	33.6%	0.79	1.00	27.5%
002033.SZ	丽江旅游	34.23	5.60	5.58	-0.3%	2.03	1.85	-8.9%	1.97	1.80	-8.6%
002059.SZ	云南旅游	52.95	11.02	15.74	-11.4%	1.09	0.63	-41.8%	-0.01	-0.12	-1435.2%
002159.SZ	三特索道	16.67	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		182.93	198.12	8.3%	29.67	28.21	-4.9%	24.77	25.25	1.9%
	算术平均(剔除异常)				3.4%			-2.4%			-4.2%
600258.SH	首旅酒店	174.63	63.69	62.31	-2.2%	8.01	7.19	-10.3%	6.64	6.89	3.8%
000428.SZ	华天酒店	26.19	7.05	8.82	25.0%	-2.06	-1.82	11.3%	-2.16	-1.89	12.6%
600754.SH	锦江股份	219.38	109.57	112.82	3.0%	8.72	8.73	0.2%	6.77	8.00	18.1%
601007.SH	金陵饭店	27.03	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(剔除异常)				0.4%			-5.1%			10.9%
000524.SZ	岭南控股	48.39	52.77	61.60	16.7%	1.62	2.38	46.9%	1.36	1.58	15.9%
000796.SZ	凯撒旅游	65.20	69.27	59.47	-14.2%	3.12	2.16	-30.7%	3.04	1.63	-46.3%
002707.SZ	众信旅游	49.58	94.36	95.88	1.7%	2.09	1.15	-45.1%	1.86	1.06	-42.9%
300178.SZ	腾邦国际	31.50	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(剔除异常)				1.4%			-9.6%			-24.4%
601888.SH	中国国旅	1733.80	250.59	355.84	31.0%	27.05	41.96	55.1%	25.89	34.17	25.0%
免税合计	合计增速		250.59	355.84	31.0%	27.05	41.96	55.1%	25.89	34.17	25.0%
	算术平均				31.0%			17.5%			25.0%
000721.SZ	西安饮食	20.46	3.75	3.94	5.1%	-0.04	-0.24	-467.3%	-0.04	-0.24	-584.3%
002186.SZ	全聚德	30.97	13.63	11.91	-12.6%	1.29	0.53	-59.1%	1.24	0.39	-68.5%
603043.SH	广州酒家	119.30	20.14	24.09	19.6%	2.98	3.25	9.1%	2.88	3.11	7.9%

餐饮合计	合计增速		37.52	39.94	6.4%	4.22	3.54	-16.2%	4.08	3.26	-20.3%
	算术平均(剔除异常)				3.5%			-25.0%			-30.3%
002607.SZ	中公教育	1143.44	43.67	61.59	47.7%	5.41	9.59	77.1%	5.10	8.89	74.1%
002621.SZ	美吉姆	66.24	1.59	4.82	203.7%	0.13	0.83	523.1%	-0.05	0.85	1912.2%
300010.SZ	立思辰	110.45	10.99	13.25	20.5%	0.08	0.60	687.1%	0.05	0.61	1125.8%
002659.SZ	凯文教育	31.61	1.57	2.41	53.2%	-0.71	-0.78	-8.7%	-0.72	-0.78	-8.7%
603377.SH	东方时尚	105.02	8.08	8.55	5.9%	1.91	1.91	0.0%	0.75	1.42	88.7%
600661.SH	昂立教育	49.14	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(剔除异常)				29.9%			18.8%			39.4%
300662.SZ	科锐国际	50.60	14.52	26.16	80.1%	0.92	1.15	24.8%	0.82	1.02	23.5%
600965.SH	福成股份	57.15	11.03	11.22	1.8%	1.44	1.60	10.8%	1.39	1.34	-4.0%
其他合计	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(剔除异常)				41.0%			17.8%			9.8%
平均/合计增速			974.85	1119.94	14.9%	94.52	106.30	12.5%	81.67	91.77	12.4%
中位数					5.1%			0.0%			3.8%
算术平均(剔除异常)					11.0%			1.9%			1.5%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 宋城演艺、中国国旅采用调整后可比口径

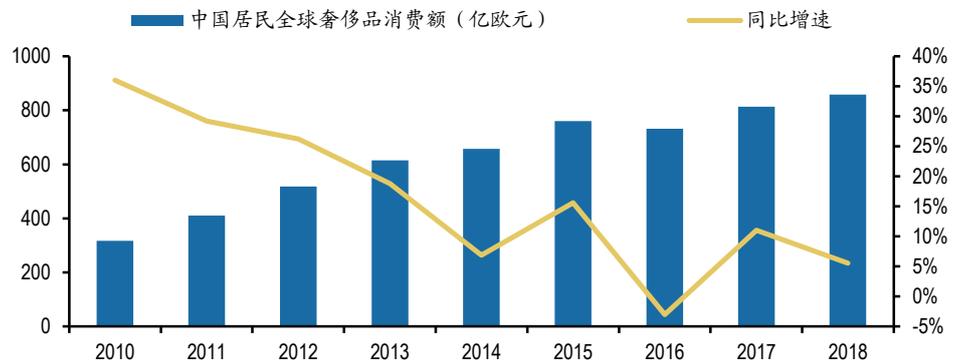
三、免税: 中国居民高端消费持续增长, 免税渠道具备竞争力

(一) 中国居民高品质和体验型消费持续增长, 免税渠道成为优势增长渠道

1. 市场规模: 18年中国居民全球消费奢侈品超过6000亿元, 国内购买渠道成长可期。

根据贝恩咨询数据, **2018年中国人全球购买奢侈品金额达到858亿欧元(约合人民币6733亿元), 同比增长5.6%, 2010至18年复合增速高达13.2%**。其中, 中国内地居民在境外购买奢侈品金额628亿欧元(约合人民币4928亿元), 在境内购买金额230亿欧元(约合人民币1805亿元)。预计消费回流的渠道趋势或将持续, 贝恩咨询预测2018至2025年中国内地居民在境内购买奢侈品消费额复合增速或将接近19%。

图24: 18年中国内地居民全球购买奢侈品总额达858亿欧元, 近8年复合增速13.2%



数据来源: 贝恩咨询、广发证券发展研究中心

2. 从主要奢侈品公司数据来看, 最近两年亚太地区奢侈品行业回暖显著。

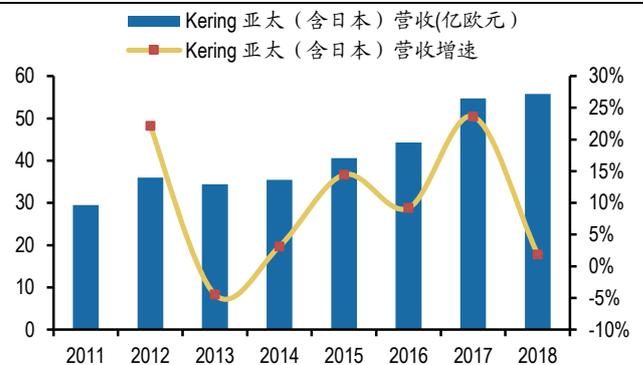
LVMH亚太地区(含日本)2016-18年营收复合增速达到15.6%, 较2012-16年营收复合增速5.3%增速显著提升。Kering亚太地区(含日本)2016-18年营收复合增速为12.2%, 较2012-16年营收复合增速5.3%显著提速。

图25: 17、18年LVMH亚太地区营收增速分别为18.3%和13.0%



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图26: 17、18年Kering亚太地区营收增速分别为23.6%和1.9%

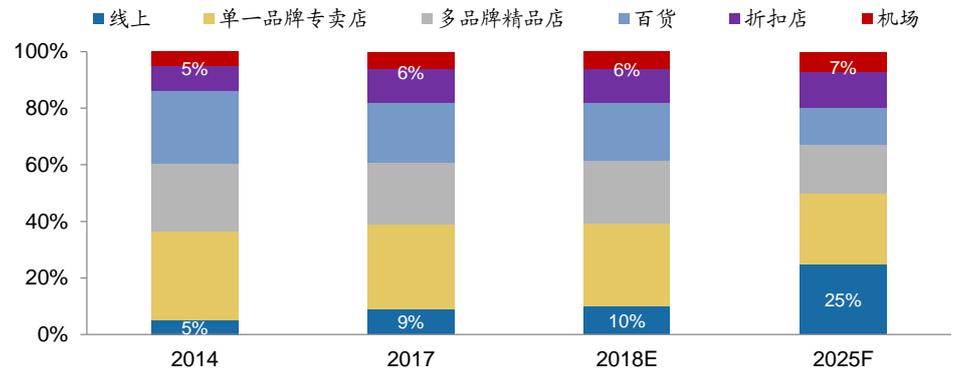


数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

3. 分渠道: 电商渠道和免税渠道快速增长。

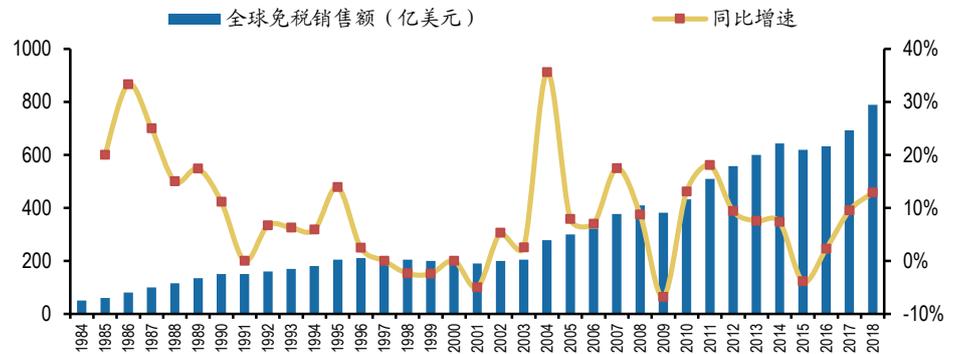
电商渠道方面, 2018年全球线上奢侈品销售额达270亿欧元, 占比为10%。2017年和2018年奢侈品销售额同比分别增长24%和22%, 奢侈品电商渠道增长较快。免税渠道方面, 根据Generation research数据, 2018年全球免税行业销售额达789.6亿美元, 同比增长12.9%, 较17年的9.5%进一步加速, 近10年全球免税行业销售额复合增速为6.8%。

图27: 贝恩咨询预测到2025年, 线上渠道将占全球奢侈品销售额比例25%



数据来源: 贝恩咨询、广发证券发展研究中心

图28: 2018年全球免税行业销售额达789.6亿美元, 同比增长12.9%

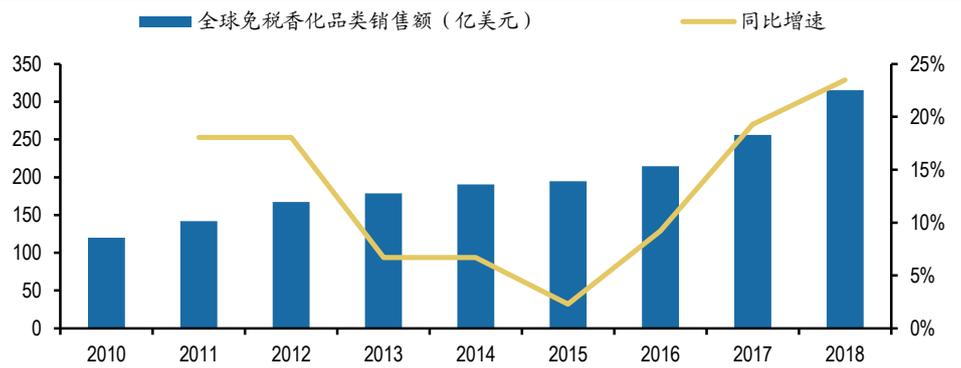


数据来源: Generation Research、广发证券发展研究中心

4. 分品类: 高端化妆品作为入门级奢侈标品近两年实现高速增长。

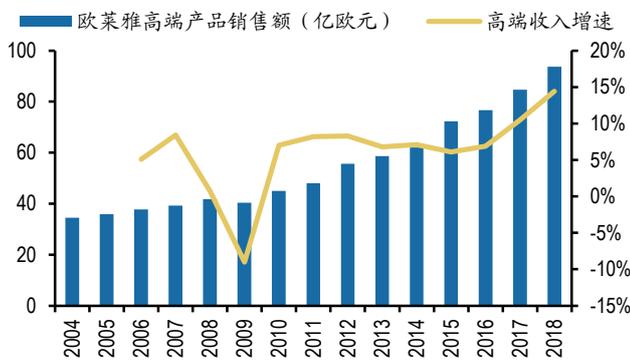
根据Generation Research的数据, 2018年全球免税渠道销售化妆品315亿美元(约合人民币2164亿元), 同比大幅增长23.5%, 2016至18年全球免税渠道香化品类销售额复合增速高达21.2%, 增长加速显著。2017、18年欧莱雅高端产品营收增速分别为10.5%和14.4%, 高端增速较12-16年复合增速8.3%有所提升; 2017、18年雅诗兰黛营收增速分别为13%和11%, 增速较12-16年复合增速3.8%显著提升。

图29: 2016-18年全球免税渠道香化品类销售额增长显著加速



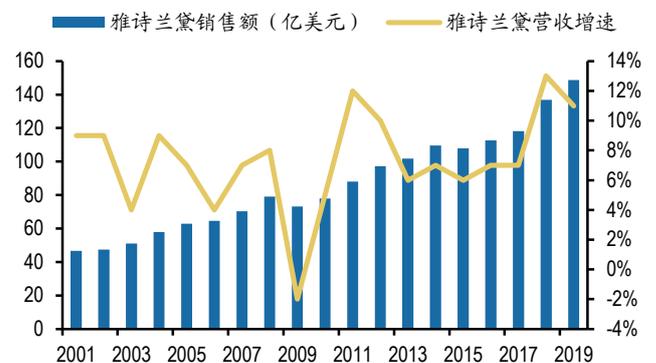
数据来源: Generation Research、广发证券发展研究中心

图30: 2017、18年欧莱雅高端产品营收增速分别为10.5%和14.4%



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图31: 2017、18年雅诗兰黛营收增速分别为13%和11%



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

(二) 境外 vs 境内: 消费回流空间较大, 离岛、口岸、市内多点开花

1. 境外: 韩国前10月来自外国旅客购物免税消费145亿美元, 同比增长28%

根据韩国免税业协会数据, 2019年1-10月韩国免税业累计实现销售额174亿美元, 同比增长21%, 韩国免税业增速保持较快水平, 年销售额从2010年的39亿美元快速增长至2018年的172亿美元, 8年复合增速高达20%, 其中中国旅客贡献主要增量, 2019年1-10月外国游客在韩国购买免税销售额145亿美元, 同比增长28%, 我国免税渠道消费回流空间较大。

图32: 2019年1-10月韩国免税业累计实现销售额174亿美元, 同比增长21%



数据来源: 韩国免税业协会、广发证券发展研究中心

2. 国内: 离岛免税持续高速增长, 机场免税增速有所放缓

离岛免税: 我国海南离岛免税金额持续高速增长。根据海口海关数据, 截至2019年11月30日, 新政实施一年以来, 海口海关共监管三亚、海口、琼海四家离岛免税店销售免税品1746.42万件、销售金额128.86亿元、购买旅客328.66万人次, 较去年同期分别增长31.87%、34.08%和20.10%。19年三季度以来海南离岛免税客单价提升明显, 长期成长可期。

其中, 三亚海棠湾免税店、海口美兰机场免税店和日月广场免税店、琼海博鳌东屿岛免税店分别销售免税品98.06、22.67、7.52和0.60亿元。热销商品种类集中于化妆品、箱包、手表三大种类, 其中化妆品销售金额70.72亿元, 箱包12.90亿元, 手表11.36亿元, 此3类商品销售金额合计94.98亿元, 占同期离岛免税销售金额74.2%。

自2018年12月28日起将乘轮船离岛旅客纳入离岛旅客免税购物政策适用对象范围以来, 截至2019年11月30日, 共有3.3万人次的乘船旅客购买免税品21.8万件, 购物总金额约1.8亿元, 且日均购物人次、件数、金额均呈现稳步提升态势。

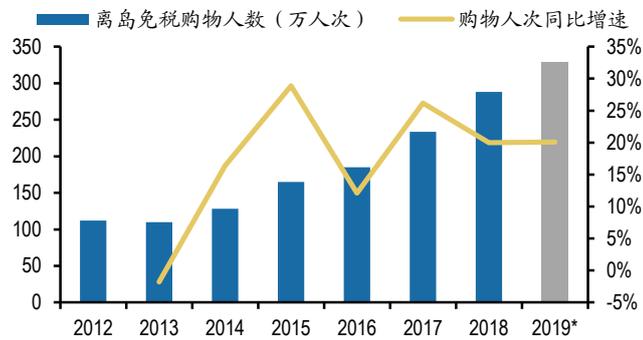
图33: 2018年12月-19年11月的一年中海南离岛免税129亿元, 同比增长34%



数据来源: Wind、海南日报、海口海关、广发证券发展研究中心

注: 2019*年数据为2018年12月1日至2019年11月30日以新政实施一年周期计算的数据

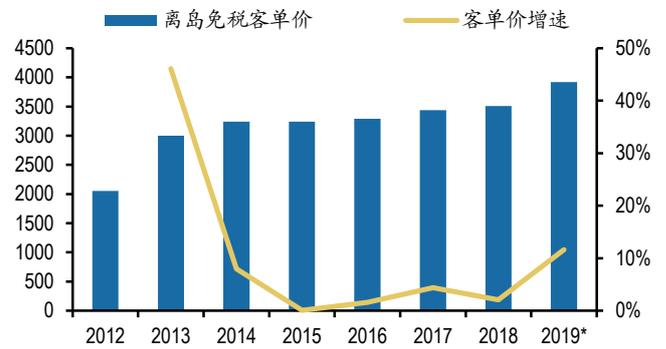
图34: 截止19年11月的一年来海南离岛免税购物人次同比增长20.1%



数据来源: Wind、海南日报、海口海关、广发证券发展研究中心

注: 2019*年数据为2018年12月1日至2019年11月30日以新政实施一年周期计算的数据

图35: 19年下半年以来海南离岛免税客单价提升显著 (单位: 元)

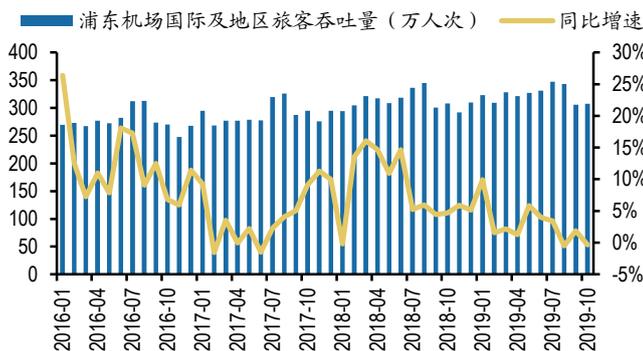


数据来源: Wind、海南日报、海口海关、广发证券发展研究中心

注: 2019*年数据为2018年12月1日至2019年11月30日以新政实施一年周期计算的数据

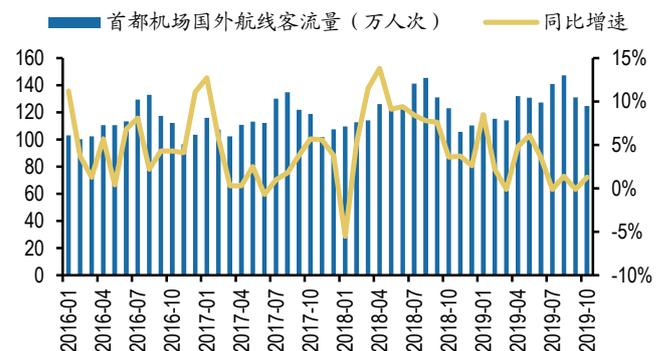
主要机场免税渠道方面, 2019年1-10月上海浦东机场国际和地区旅客吞吐量3245万人, 同比增长2.9%, 其中国际旅客吞吐量2716万人次, 同比增长4.4%, 地区旅客吞吐量529万人次, 同比下降4.2%, 占比16%, 其中8至10月累计下降21.3%。8月以来浦东机场地区旅客吞吐量的下降或影响机场免税收入增速略有放缓, 主要机场免税渗透转化率或继续提升。2019年1-10月北京首都机场国外航线客流量1282万人, 同比增长2.6%。

图36: 19年1-10月浦东机场国际和地区旅客吞吐量同比增长2.9%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图37: 19年1-10月首都机场国外航线客流量同比增长2.6%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(三) 免税渠道前景向好：政策放宽、渠道增加、购物渗透转化率提升

政策放宽：近年来我国关于免税行业的政策不断放宽，我国免税行业促进消费回流、提振消费、增加机场盈利、以及助力旅游目的地打造和建设的积极作用得到政策层面的不断支持。政策趋势延续的背景下，海南离岛免税政策有望持续放宽、市内免税店政策有望扩大覆盖面、口岸出入境免税经营主体在有限竞争的框架下更为丰富多元，合力构成我国免税产业持续健康景气发展的重要基石。

表2：海南离岛免税政策不断放宽

历次政策调整/执行日期	政策要点
第五次调整/2018.12.28	将乘轮船离岛旅客纳入离岛免税购物政策适用对象范围
第五次调整/2018.12.1	累计购物限额提升到3万元，取消岛内居民购物次数限制、增加品类
第四次调整/2017.1.15	将铁路离岛旅客纳入适用对象范围
第三次调整/2016.2.1	提高购物限额（累计1.6万元）、取消非岛内居民购物次数限制、开设网上销售窗口
第二次调整/2015.3.20	放宽数量限制（化妆品12、香水8、手表6件）、增加品类
第一次调整/2012.11.1	提高购物限额（每次8000元）、放宽数量限制（化妆品8、香水5、手表4件）、放宽年龄限制（16岁）、增加品类
政策落地/2011.4.20	每人每次5000元（非岛内居民2次、岛内居民1次）；化妆品5、香水2、手表2件；年龄限制18岁

数据来源：财政部官网、广发证券发展研究中心

表3：我国进出口岸免税店政策对经营主体在有限竞争框架下稳步放宽

实施时间	文件名称	政策要点
2019年5月17日	《口岸出境免税店管理暂行办法》	1) 对具有免税品经营资质且近5年有连续经营口岸或市内进出境免税店业绩的企业，放开经营免税店的地域和类别限制，准予企业平等竞标口岸出境免税店经营权 2) 合理规范租金和提成，避免片面追求“价高者得”，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%。3) 设有口岸进、出境免税店的口岸应对口岸进、出境免税店统一招标。4) 机场口岸业主不得与中标人签订阻止其他免税品经营企业在机场设立提货点的排他协议。5) 口岸出境免税店必须由具有免税品经营资质的企业绝对控股（持股比例大于50%）
2018年3月29日	《关于印发口岸进出境免税店管理暂行办法补充规定的通知》	1) 合理规范口岸进出境免税店租金比例和提成水平，避免片面追求“价高者得”。财务指标在评标中占比不得超过50%。租金单价原则上不得高于同一口岸出境免税店或国内厅含税零售商业租金平均单价的1.5倍；销售提成不得高于同一口岸出境免税店或国内厅含税零售商业平均提成比例的1.2倍。2) 应综合考虑企业的经营能力，甄选具有可持续发展能力的经营主体。经营品类，尤其是烟酒以外品类的丰富程度应是重要衡量指标。技术指标在评标中占比不得低于50%。技术指标分值中，店铺布局和设计规划占比20%；品牌招商占比30%；运营计划占比20%；市场营销及顾客服务占比30%。品牌招商分值中，烟酒占比不得超过50%。
2016年2月18日	《口岸进出境免税店管理暂行办法》	1) 国务院同意在广州白云、杭州萧山、成都双流、青岛流亭、南京禄口、深圳宝安、昆明长水、重庆江北、天津滨海、大连周水子、沈阳桃仙、西安咸阳和乌鲁木齐地窝堡等机场口岸，深圳福田、皇岗、沙头角、文锦渡口岸，珠海闸口岸，黑河口岸等水陆口岸各设1家口岸进出境免税店。2) 对原经国务院批准具有免税品经营资质，且近3年有连续经营口岸和市内进出境免税店业绩的企业，放开经营免税店的地域和类别限制，准予这些企业平等竞标口岸进出境免税店经营权。口岸进出境免税店必须由具有免税品经营资质的企业绝对控股（持股比例大于50%）。
2011年12月5日	《海南离岛旅客免税购物商店管理暂行办法》	1) 离岛免税店是指对乘飞机离岛（不包括离境）旅客实行限次、限值、限量和限品种免进口税购物的经营场所。2) 国家对离岛免税店实行特许经营政策。离岛免税店按经营免税商品业务年销售收入的4%，向国家上缴免税商品特许经营费。3) 国家统筹安排海南离岛免税店的布局和建设。由海南省人民政府提出意见，送财政部会同海关总署、税务总局、商务部审核后，报国务院批准。4) 具有免税品经销资格的企业必须对离岛免税店绝对控股。
2000年1月1日	《关于进一步加强我国对免税行业实行“统一经营、统一组织进货、统一制定零售价格、统一制定管理规定”的集中统一管理政策。经营单位设立免税商店免税业务集中统一店需由中免公司统一向海关总署提出书面申请；各地方、各部门不得与外商合资、合作经营免税品商店或变相允许外商参与免税商店管理的有关规定》	的经营活动。

数据来源：财政部官网、海关总署、广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

渠道门店增加：2019年以来多地市内免税店重启，上海、北京、大连、青岛、厦门、南京等多个城市免税渠道业态多样化、门店不断增设，中国免税零售商的持续投入有助于提升国内免税渠道便利度，促进免税销售规模扩张，强化我国免税公司对国际品牌商的议价能力以降低我国免税渠道整体销售定价，提升渠道盈利性、扩大消费者触达能力。

表4：已开业和在建的中国境内免税店持续推进

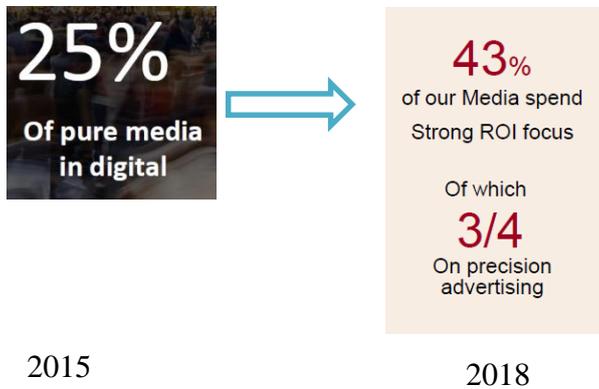
门店	经营主体	开业日期	地址	面积(平方米)	商品品类
上海市内免税店	中免集团北京首都机场免税品有限公司上海市内免税店分公司	2019年8月23日	上海市浦东新区即墨路12-2号尚悦西广场S2商墅	874.4平方米(地上一层476.19平方米、二层398.21平方米)	香水、化妆品、太阳镜、手表、箱包
中国香港市内免税店	中免全资子公司中免国际有限公司设立全资子公司	2019年8月20日	香港大屿山东涌达东路的东荟城名店仓	超过1000平方米	香水、化妆品和美容设备
北京市内免税店	中免集团	2019年5月30日	北京市朝阳区公园路6号蓝色港湾购物中心17号楼	513	香水、化妆品、太阳镜、手表、箱包等
大连市内免税店	中免集团	2019年5月26日	大连市沙河口区新星·星海中心	500余平方米	香水、化妆品、手表、首饰、眼镜、箱包、美容仪器及小家电
青岛市内免税店	中免集团	2019年5月1日	青岛市市北区CBD核心区卓越大融城购物中心一层	355	经营涵盖香水、化妆品、太阳镜、手表、箱包等免税商品品类
厦门市内免税店	中免集团	2019年5月1日	厦门市思明南路中华城购物中心南区一层	331	经营涵盖香水、化妆品、太阳镜、手表、箱包等免税商品品类
中国澳门上葡京免税店	中免全资子公司中免国际有限公司设立全资子公司	建设中	澳门上葡京综合度假村内的购物中心一层	7500	将经营涵盖香水、化妆品、腕表珠宝、服饰、鞋履、首饰、食品及旅行用品等品类
海口国际免税城	中免集团	建设中	海口市西北部的秀英区，与新海港码头	免税商业面积或达14.1万平方米	待确定
天津国际邮轮母港进境免税店	中出服	2019年10月10日	天津国际邮轮母港	255	香烟、酒水、香水、化妆品、精品、食品等
中出服大连市内店	中出服	2019年9月16日	大连恒隆广场	2000	妆品、香水、箱包、首饰、太阳镜、手表、日化用品、特色工艺品、儿童用品等
江苏外汇商品免税店	中出服	2019年9月28日	南京金奥国际中心商场	1580	化妆品、香水、箱包、首饰、太阳镜、日化用品、工艺品、食品等
中出服郑州外汇商品免税店	中出服	尚未开业	河南自贸试验区郑州片区	1118.5	待确定
上海吴淞口国际邮轮港口岸进境免税商店	深免公司	2019年11月9日	上海吴淞口国际邮轮港	1700	待确定

数据来源：中免集团官网、Moodie Davitt Report、海关总署、广发证券发展研究中心

购物渗透转化率提升：随着国际化妆品集团提高对中国市场重视程度，持续加强品牌推广来吸引中国年轻和新中产消费者，各大国际香化集团一方面加大线上广告推广支出，另一方面在免税渠道投入更多的品牌和产品、提升国内免税渠道在全球免税渠道的定价竞争力，此外，各大国际化妆品集团将面向中国消费者的营销和经销渠道、经营决策进行通盘规划，有效拉动动销，将使得免税渠道成长性和盈利性持续向好。根据欧莱雅和雅诗兰黛官网披露，欧莱雅线上营销投放比例从2015年的

25%提升至43%，而雅诗兰黛集团更是将这个比例从22%大幅提升到75%。

图38：近年来欧莱雅大幅提升线上推广营销投入



数据来源：欧莱雅官网、广发证券发展研究中心

图39：近年来雅诗兰黛大幅提升线上推广营销投入



数据来源：雅诗兰黛官网、广发证券发展研究中心

四、酒店：龙头正在加速成长，经济下滑韧性加强

（一）2019年周期下行酒店估值承压，龙头加盟扩张提速业绩有韧性

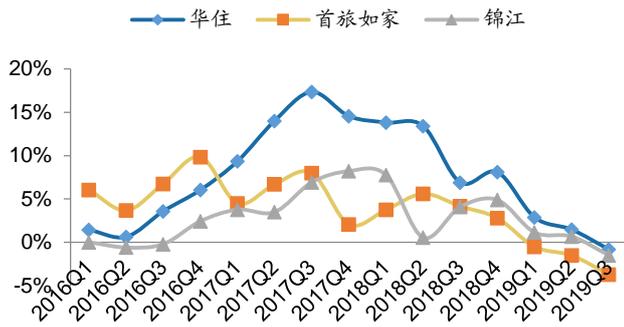
1. 2019年酒店行业RevPar增速下滑，估值也有大幅下降

2019年酒店业经营指标下行，同店RevPar同比整体下降3-6%，估值也有明显回落。其中，华住、锦江、首旅三大酒店集团的RevPar增速三季度分别降至0.8%、-1.5%、-3.7%，我们认为2019年酒店行业经营下行有两个方面原因，一方面由于宏观经济下行，酒店集团的出租率有3个百分点左右的下滑，另一方面是由于中端酒店的放量导致中端酒店的品牌溢价出现一定程度的稀释，导致2019年的平均房价增速出现较大放缓，A股酒店龙头锦江酒店和首旅酒店的估值水平下跌至20倍PE左右，处于历史低位区间。

- **首旅酒店：**首旅如家旗下全部酒店Q1（仅包括如家）/Q2/Q3RevPAR同比分别变动-0.5%/-1.5%/-3.7%，出租率同比分别变动-4.3pct/-3.9pct/-4.2pct，平均房价同比分别变动+2.7%/+1.3%/+0.2%。Q1（仅包括如家）/Q2/Q3满18个月成熟门店同店RevPAR同比分别变动-3.0%/-3.6%/-6.7%，其中经济型酒店同店RevPAR分别变动-2.4%/-3.9%/-6.5%，中高端酒店同店RevPAR分别变动-6.8%/-3.2%/-5.2%。
- **锦江境内酒店：**锦江境内酒店Q1/Q2/Q3RevPAR同比分别变动+1.15%/+0.68%/-1.5%，出租率同比分别变动-2.5pct/-2.3pct/-3.4pct，平均房价同比分别变动+7.3%/+6.0%/+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：**华住旗下酒店Q1/Q2/Q3RevPAR同比分别变动+2.9%/+1.3%/-0.8%；出

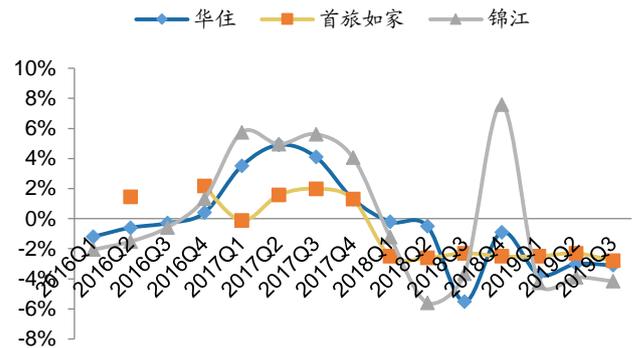
租率同比分别下降 3.1pct/2.7pct/3.0pct，平均房价同比分别增长 6.9%/4.4%/2.6%。从同店情况来看，Q1/Q2/Q3同店RevPAR同比分别下降 0.4%/2.1%/3.8%。其中经济型酒店Q1/Q2/Q3同店RevPAR同比分别变动 +0.1%/-2.0%/-3.7%；中高端酒店Q1/Q2/Q3同店RevPAR同比分别变动-1.1%/-2.4%/-3.9%。

图40: 三大酒店集团RevPar同比增速对比 (单位: 元/晚)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 41: 三大酒店集团出租率同比增速对比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表5: 首旅酒店分类别酒店季度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	
经济型	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%
	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%
	中高端	RevPar (元/晚)	253	287	300	265	217	267	279	-14.2%	-3.2%
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%
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%
整体		RevPar (元/晚)	137	157	172	149	135	160	173	-1.5%	-3.6%
	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%
	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	

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

2. 但由于龙头公司新开店维持高速增长, 盈利稳定增长, 显示行业头部公司增长韧性

在行业集中度提升加速的趋势下, 龙头的业绩层面仍有支撑。2019年前三季度, 虽然受到RevPar下行的压力, 但酒店龙头在加盟店扩张提速的支撑下表现出了较强的韧性。其中前三季度华住主业经营利润主要因对高端酒店的投入导致业绩下滑1.8%, 但收入端实现12.48%的快速增长至83.0亿元, 锦江酒店扣非后净利润前三季度同比增长18.1%至8.0亿元, 首旅酒店的扣非净利润也增长3.8%至6.6亿元。

从开店情况来看, 今年以来酒店集团新开门店有所提速。截止19年三季度, 锦江、首旅、华住门店数分别为8161家、4174家、5151家, 前三季度净开店数分别为718家、125家和921家。其中华住和锦江新开店1107、1085家, 相较去年同期841、509家的新店数有明显提速, 首旅酒店前三季度开店431家, 预计全年也将达到800家新开店。

➤ 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。

表8: 2019年前三季度三大酒店集团开店情况

	2018				2019 前三季度			
	新开店	关店	净增店	门店总数	新开店	关店	净增店	门店总数
华住	723	239	484	4230	1043	122	921	5151
锦江	1243	494	749	7443	1170	452	718	8161
首旅	622	285	337	4049	431	306	125	4174

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

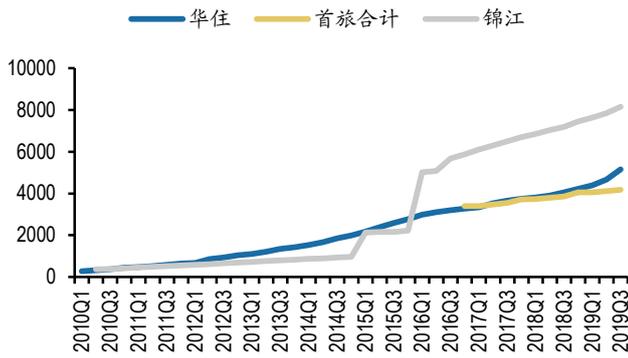
表9: 2019年前三季度三大酒店集团分品牌门店开店情况

	2018Q4			2019Q3			2019Q1-3 净增		
	华住	锦江	首旅	华住	锦江	首旅	华住	锦江	首旅
门店数量	4230	7443	4049	5151	8161	4174	921	718	125
经济型酒店	2892	4980	2746	3204	4943	2642	312	-37	-104
中高端酒店	1338	2463	720	1947	3218	814	609	755	94
其他			583			718			135
占比									
经济型酒店	68.37%	66.91%	67.82%	62.20%	60.57%	63.30%	33.88%	-5.15%	-83.20%
中高端酒店	31.63%	33.09%	17.78%	37.80%	39.43%	19.50%	66.12%	105.15%	75.20%
其他			14.40%			17.20%			108.00%

注: 其他部分包括首旅云酒店和管理输出店

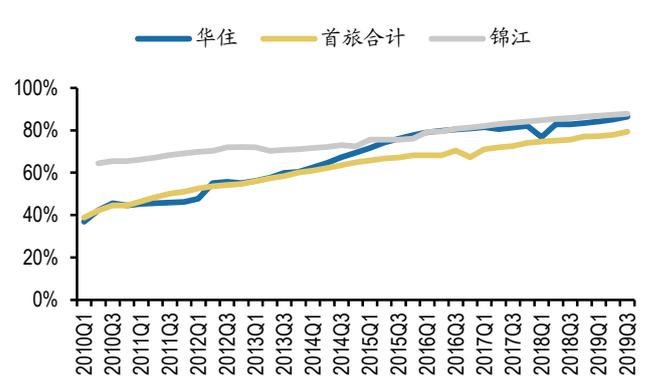
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图42: 三大酒店集团门店数



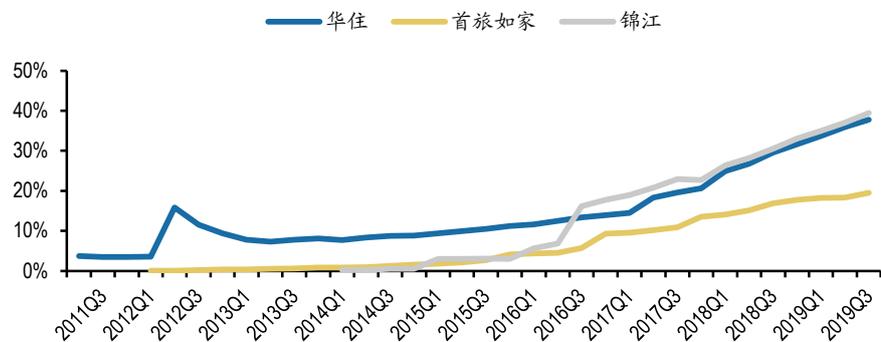
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图43: 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

图44: 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

(二) 中长线酒店是头部集中效应最强的赛道之一，龙头成长空间广阔

1. 酒店是规模效应最强的消费赛道之一，先天拥有头部集中效应

相较于其他线下服务行业，酒店的行业特点造成行业资源更加倾向于头部集中，大型酒店集团将规模优势转化为品牌和渠道优势，进而获得可持续性的竞争优势，使龙头公司形成坚固的行业护城河。

酒店业有以下三个特点，决定行业龙头拥有更强的竞争力：

◇ 酒店是一种异地消费，游客对酒店的认知依赖品牌背书，品牌力决定定价权

酒店的客户群多为长距离异地消费，游客对单个酒店消费频率较低，游客在入住前难以知道酒店的服务质量，因此酒店适合连锁化经营，同品牌下的各个门店共同形成对游客的品质承诺。品牌对酒店的定价权有重要的影响，龙头酒店集团经过长期的品牌培育和资金投入，使得新进入者难以打破其品牌壁垒。

◇ **渠道优势：会员直销优势转换到用户黏性**

互联网时代下，酒店客源向OTA和会员直销倾斜，中小型酒店集团和单体酒店由于自身覆盖范围有限，无力构筑有效的会员体系，而大型酒店集团凭借规模优势和品牌丰富度，会员直销的占比更高。会员直销相较OTA更加有利于维护酒店的品牌定价权同时使用成本更低，另外，酒店和客户可以通过会员体系实现交互能力大幅提升，对提升客户的品牌忠诚度有显著作用。

◇ **酒店管理的标准化程度高，使其适合轻资产模式，边际扩张成本低**

酒店的标准化程度相对较高，不依赖供应链，因此适合发展轻资产加盟模式，通过轻资产模式酒店集团无需承担物业和资金便可实现快速扩张，酒店集团通过统一财务系统、预订平台和管理系统，有效降低了单个酒店的管理成本，使得连锁酒店在运营层面上更加高效。

此外，国内的移动互联网和人工成本上涨加速国内酒店市场的整合进程。

◇ **移动互联网兴起推动酒店渠道集中化：**移动互联时代的到来造成游客出行更加倾向一体化出行，线上预定逐步替代线下代理，导致酒店的渠道资源向手机APP集中，未来OTA和酒店直销将成为行业主要的流量入口。

◇ **成本上涨倒逼单体酒店退出市场或者加入整合。**2012年后，国内的人工和物业成本快速攀升，酒店的经营压力日益加大。单体酒店多数既缺乏管理经验，又缺少连锁酒店的规模效应，因此成本控制能力较差，在成本侧日益提升的背景下迫使单体酒店退出市场或者加入整合。

2. 2019年国内酒店业新趋势：即本土品牌高端化起步，以及三四线酒店新一轮连锁化开启

2019年国内酒店市场的整合进入到一个新的阶段，**在一二线存量有限服务酒店市场，三大酒店集团凭借中端和经济型品牌的品牌优势加速扩张。**一二线城市酒店已存量为主，三大酒店有效发挥集团会员和管理商的规模优势，随着人工租金以及流量成本的上涨，中端品牌升级也有利于成本转移。锦江、华住和首旅在本轮中端品牌化浪潮中的领跑者，从开店数量上也看出三大集团的品牌影响力。**中长期看，下沉市场和中高端/高端市场将成为新一轮酒店集团增长的主要来源。**

➢ **下沉市场：**在三四线城市，OYO的出现给低线城市酒店连锁化提供了新方向，即向酒店提供流量和系统支持，但不进行标准化装修和店长委任，是一种介于OTA和酒店加盟之间的连锁模式。软品牌与标准品牌相比，收费分成比率更低，物业绑定期间更短，对酒店运营的介入也更轻，首旅和华住纷纷推出也推出了针对非标酒店的软品牌系列，短期看对酒店集团利润贡献不大，中长期可能也是重要的市场布局方向。

➢ **中高端及高端酒店：**该领域是本土连锁龙头的下一个主要方向。当前国内高端

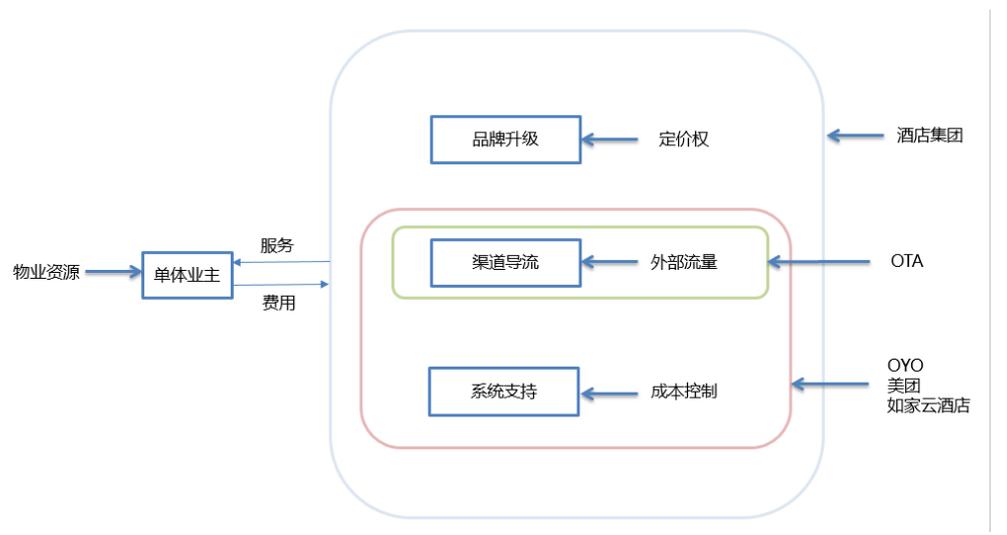
酒店的盈利能力普遍较差，当前随着国内城镇化进入到下一个阶段，酒店回报率的对业主的重要性愈发凸显。本土酒店集团的核心优势在于渠道和成本，同等价格档次的情况下通过规模效应显著降低单个酒店的运营成本，因此在回报率上更有优势，劣势则是高端品牌影响力不足，因此三大酒店集团均采用拿海外品牌交由国内团队推广的方式布局高端领域，华住先与雅高协议运营其在国内的品牌，并收购德意志酒店集团用于夯实高端品牌线，锦江收购丽笙酒店，并引入卢浮的品牌到国内，如家与凯悦合作推出逸扉。回望过去，国内酒店龙头的品牌发展呈现以阶梯式递进推进，05-12年是经济型酒店的发展潮，14年至今的中端酒店发展潮，展望未来，20-22年有望看到连锁龙头的高端品牌进入推广阶段。

表10: 各类型住宿业态对应物业客房数

客房数 (家)	酒店业态	代表品牌
15-29	民宿、青年旅社	无
30-69	非标准住宿、低端酒店	OYO, 如家云品牌
70-150	经济型酒店、星级酒店	如家、汉庭、锦江之星
150-250	中端酒店、星级酒店	全季酒店、维也纳酒店
250以上	高端酒店	外资品牌, 本土地方品牌

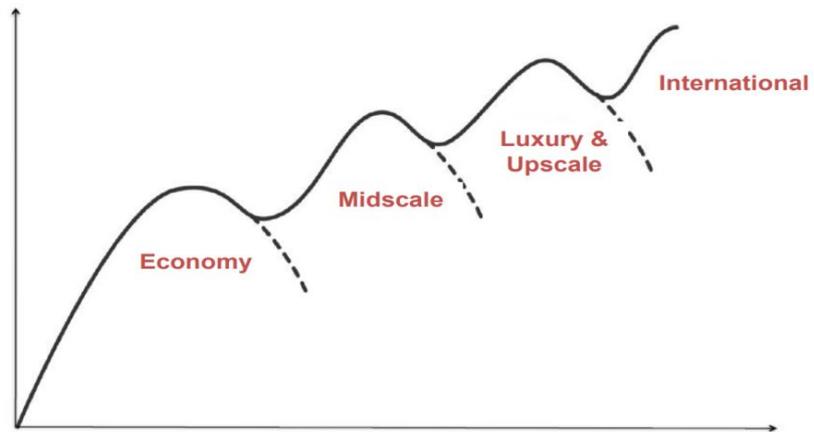
数据来源: 各酒店官网、广发证券发展研究中心

图45: 连锁酒店、OTA和OYO模式是整合存量酒店资源的三种主要路径



数据来源: 广发证券发展研究中心

图46: 国内酒店品牌发展呈现从低端到高端的阶梯式过程

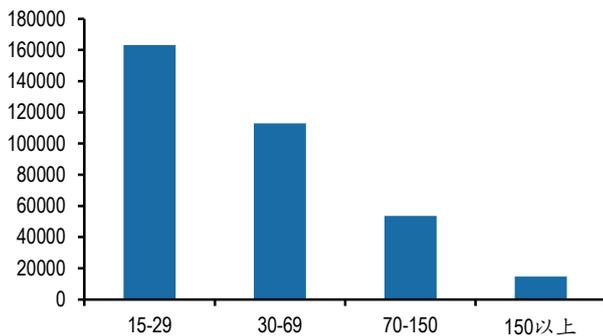


数据来源: 华住酒店集团, 广发证券发展研究中心

3. 长期市场空间展望: 酒店龙头保守估计还有3-5倍的市场空间

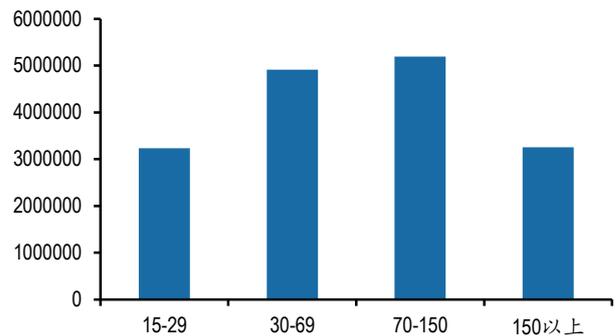
70-150间客房的酒店物业是最适合酒店集团的物业资源, 按照盈蝶咨询的统计, 目前国内有5.4万家, 截至2019年三季度, 三大龙头境内酒店合计1.62万家, 市占率约为27%左右, 我们认为在该领域三大集团的竞争优势最为明显, 长期看三大集团的市占率有望达到60%以上。**150间客房以上的中高端领域是酒店集团的增量市场**, 高端酒店虽然门店数量少, 但是由于更多的单店客房、更高的RevPar以及更高的费用分成, 因此其整体营收规模远大于经济型酒店, 若未来酒店龙头能获得20-30%的市场份额, 其利润空间将达到现有体量的三倍以上。**70间客房以下酒店集团和OYO各有优势, 但是低线市场的利润空间十分有限**, 酒店集团更多采用防御性布局。

图47: 国内不同客房规模酒店门店规模 (单位: 家)



数据来源: 盈蝶咨询, 广发证券发展研究中心

图48: 国内不同客房规模酒店客房规模 (单位: 家)



数据来源: 盈蝶咨询, 广发证券发展研究中心

（三）酒店股正在从周期逻辑转为成长逻辑，目前估值有望提升

综合上述观点，我们认为酒店业是一个周期与成长并存的行业，即酒店业受到宏观经济的影响相对显著，但同时行业内龙头护城河坚固，并且当前处于行业加速整合状态。在我们2019年7月2日发布的深度报告——《再论酒店龙头的周期、成长和估值》中，我们三大酒店集团的周期属性和成长属性进行了定量的研究，我们的结论为虽然当前RevPar对酒店业绩的影响仍然显著，但随着加盟店高速增长及占比提升，新开店对利润贡献更可观，未来行业波动对龙头的业绩影响逐步减弱，品牌升级和快速开店成为更加重要的因素，而根据我们的测算由于加盟利润持续上升，华住、锦江和首旅的加盟业务利润占比均已超过直营业务。

- **加盟收入和盈利占比：**2018年华住、锦江和首旅的加盟收入占酒店业务比重分别为25%、35%和17%，不考虑中央及其他费用直营业务利润率分别约为20%、11%和10%（均为测算数据，各家口径略有不同），而加盟业务利润率均达到60%以上。由此测算，新开加盟店单店利润达到30-60万，占新开直营店单店利润（约70-200万）约50%，随着加盟店高速增长及占比提升，新开店对利润贡献更为可观。我们基于2018年各公司盈利，分别对RevPar和门店扩张数量进行敏感性分析，测算对19年净利润增速的影响。
- **敏感性测算：**根据各公司财报数据，我们测算虽然直营业务受RevPar波动影响，但由于直营店比重下降敏感性也在下降，综合来看RevPar下降1%，对利润的负面影响约5%；从加盟业务看，影响更大的为开店数量，测算每新开100家店，各家公司平均利润增长或达到3%，而预计华住、锦江、首旅2020年有望新开店1700家、1000家和800家，未来三年基本维持稳定。

表 11：三大酒店集团收入及利润测算（万元）

	首旅酒店	锦江酒店	华住
直营收入	665,537	995,247	747,000
直营酒店数（家）	925	1012	699
<u>直营单店收入</u>	<u>719</u>	<u>983</u>	<u>1,069</u>
<u>直营单店利润</u>	<u>75</u>	<u>106</u>	<u>209</u>
加盟收入	143,349	507,166	252,700
加盟酒店数（家）	3,124	6431	3,531
<u>加盟单店收入</u>	<u>46</u>	<u>79</u>	<u>72</u>
<u>加盟单店利润</u>	<u>34</u>	<u>50</u>	<u>57</u>
利润总额	114,603	122,734	230,727
直营利润率	10%	11%	20%
加盟利润率	73%	64%	80%
Revpar 增加 1%	7%	6%	4%
开加盟店 100 家	3%	4%	2%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

重点公司：

1. 锦江酒店：国内最大的酒店龙头，成长与价值兼备

锦江酒店背靠上海市国资委，资本实力雄厚，存量资产优质，中高端品牌竞争力出众。我们看好锦江酒店在中国酒店业中的竞争优势和成长空间，公司的中端品牌竞争力出众。此外，公司的原锦江系存量物业优质，后期随着公司下属各酒店板块在人力、渠道、采购等方面的逐步打通，公司的运营效率有望显著提高。公司的资本开支高峰期已过，未来公司每年的自由现金流将保持在20亿以上，强劲的现金流将使公司的资产结构将持续优化，并为现金分红打开空间。我们认为公司成长与价值兼备，当前估值受周期压制，中长期成长确定性较强。

2. 首旅酒店：直营占比最高，新开店逐步加速

19年酒店市场在多方因素下需求低迷，公司凭借优异的成本控制和较快的加盟扩张维持了一定的业绩增长，我们认为酒店业虽然短期受宏观经济下行承压，但公司在行业整合趋势下仍处于优势地位，直营改造和品牌扩张带来的长期成长确定性依然存在。目前估值处于历史底部，估值水平在三大酒店集团中也相对最低，公司短期看经济回暖的后续验证，中长期看公司在中高端布局和云酒店的下沉效果。

3. 华住酒店：经营效率优势显著，深化高端品牌布局

华住作为国内酒店升级的领跑者，目前处于由中端向高端的探索阶段，2019年一季度华住成立高端酒店事业部，积极整合培育旗下的高端系列品牌，11月4日华住公告拟收购德国最大的德意志酒店集团，后者目前拥有5个中高端品牌和118家酒店，本次收购德意志酒店将作为高端品牌体系的重要补充，强化华住在高端品牌的竞争优势。业绩方面，华住19年因布局高端和非经常性损益波动较大等因素，利润端相对承压，我们认为公司正处于新一轮品牌布局阶段，虽然短期业绩有波动，但中长期竞争优势得益巩固。

五、旅游：行业整体增速放缓，头部公司竞争力显现

（一）自然景区：门票降价经营承压，挑战与机遇并存

自然景区：降价政策倒逼转型，挑战与机遇并存。自然景区兼具经济属性和公益属性。自然景区通常占据名山大川，享有先天的历史或自然景观资源，景区盈利主要依赖门票、索道、环保车等垄断项目，而市场化程度较高的酒店、演艺等业务在自然景区类上市公司体内业绩贡献相对有限，因此自然景区为一类行业壁垒高，但是容量小、扩张难的旅游业态。

2018年6月29日，国家发改委公布的《关于完善国有景区门票价格形成机制降低重点国有景区门票价格的指导意见》中，提出要在当年“十一”黄金周旅游高峰期到

来之前，降低国内一批5A级重点景区门票价格。2019年8月23日，国务院发布《关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》，《意见》进一步指出要继续推动国有景区门票降价，各地结合实际情况制定实施景区门票减免、景区淡季免费开放、演出门票打折等政策，尤其聚焦上一轮未降价或降幅较低景区。2018年以来景区调价政策的主要方向是强调自然景区的社会公益属性，下调原先景区垄断项目的收费价格，倒逼景区向市场化项目转型。

表 12: 近期主要上市景区门票价格下调情况

景区	公告时间	执行时间	调价情况
黄山风景区	2018-09-19	2018-09-28	门票价格：旺季门票价格由 230 元/人次调整为 190 元/人次；淡季 150 元/人次； 旺季索道价格：云谷、太平索道单程 80 元/张；西海大峡谷观光缆车票单程 100 元/张； 淡季索道价格：云谷、太平索道单程 65 元/张；西海大峡谷观光缆车票单程 80 元/张
			新玉屏索道全程票价为旺季 90 元/人次，淡季 75 元/人次，上下行同价
峨眉山	2018-09-05	2018-09-20	索道价格：旺季上行 65 元/人次，下行 55 元/人次；淡季上行 30 元/人次，下行 20 元/人次
			旺季门票价格从 185 元/人次调整为 160 元/人次，淡季 110 元/人次
丽江景区	2018-09-21	2018-10-01	云杉坪索道票价从 55 元/人次调整为 40 元/人次
	2018-09-21	2018-10-01	玉龙雪山索道票价从 180 元/人次调整为 120 元/人次
张家界景区	2018-07-10	2018-09-22	武陵源核心景区旺季普通门票由 245 元/人次调整为每人 225 元/人次，淡季普通门票由 136 元/人次调整为每人 115 元/人次，连续四日有效。
			十里画廊观光电车单程普通票价为 38 元/人次，双程为 52 元/人次
			黄龙洞景区和宝峰湖景区门票价格分别为 100 元/人次和 96 元/人次
九华山风景区	2018-09-20	2018-09-28	门票：淡季 140 元/人次，旺季门票价格从 190 元/人次调整为 160 元/人次 百岁宫缆车：普通单程价格淡季 45 元/人次，旺季 55 元/人次 天台、天台索道：普通单程淡季 65 元/人次，旺季 85 元/人次
桂林景区	2018-09-27	2018-10-01	丰鱼岩景区门票价格由 65 元/人次调整为 50 元/人次
	2018-09-27	2018-10-01	龙胜温泉景区正式门票价格由 125 元/人次调整为 100 元/人次
			象山公园门票 55 元/人次
			七星景区门票价格 55 元/人次
	2018-09-27	2018-10-01	两江四湖景区夜游普通游船票价由 220 元/人次调整为 185 元/人次
	2018-09-27	2018-10-01	银子岩景区门票价格由 80 元/人次调整为 65 元/人次
乌镇景区	2018-08-21	2018-09-20	东栅景区门票价格由 120 元/人次调整为 110 元/人次，西栅景区门票价格为 150 元/人次，联票价格由 200 元/人次 190 元/人次
古北水镇		2018-10-30	古北水镇景区门票价格从 150 元/人调整为 140 元/人
宋城景区			杭州乐园全价票 190 元/人次
			宋城景区实行景区入园和《宋城千古情》一票制票价体系，景区入园观演普通票价为 290 元/人次；烂苹果乐园门票门市价为 160 元/人次，网销价 140 元/人次

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

从自然景区上市公司的历史经营情况看，2013年之前客流是驱动景区收入增长的主要变量，2013-2018年主要景区的客流增速趋于放缓，客单价转为景区增长的主驱动力。由于过去景区客单价提升主要通过门票和索道提价实现，因此2018年开启的门票降价政策直接改变了自然景区的成长逻辑。2019年自然景区的客流小幅增长，

客单价则受政策影响较大，未来不排除有进一步降价的可能，景区股的成长逻辑需要进行重新塑造。

表13: 主要上市景区2008年以来景区营收、客单价及客流量概览

景区	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1-3	前三季度 增速	近5年复 合增速	近10年复 合增速
黄山景区															
景区收入(亿元)	6.8	6.9	8.4	9.4	9.9	5.6	6.3	6.4	7.1	7.2	7.3	5.6	4.1%	5.4%	0.7%
客流量(万人)	224	236	252	274	301	275	297	318	330	337	338	272	6.2%	4.2%	4.2%
客单价(元/人)	302	292	334	344	330	205	211	201	214	215	216	208	-2.0%	1.0%	-3.3%
丽江景区															
景区收入(亿元)	1.3	1.6	1.1	4.3	4.6	5.2	5.8	6.3	6.1	5.0	4.9	4.0	-0.3%	-1.2%	14.2%
客流量(万人)	141	204	193	268	284	295	337	370	401	357	369	351	17.5%	4.6%	10.1%
客单价(元/人)	94	76	56	162	164	177	172	171	153	140	133	115	-15.2%	-5.6%	3.5%
峨眉山景区															
景区收入(亿元)	2.1	3.6	4.4	5.7	6.1	5.5	7.2	7.8	7.3	7.5	7.9	3.9	3.0%	7.5%	14.2%
客流量(万人)	121	183	202	260	277	223	287	331	330	319	330	160	0.1%	8.2%	10.6%
客单价(元/人)	172	198	219	220	221	246	252	235	221	234	239	243	2.9%	-0.5%	3.4%
桂林景区															
景区收入(亿元)	0.7	0.8	1.5	1.9	2.1	1.8	2.1	2.3	2.3	2.6	2.8	1.5	16.7%	9.2%	14.9%
客流量(万人)	205	237	213	270	279	256	290	326	344	443	476	201	-6.7%	13.2%	8.8%
客单价(元/人)	34	34	70	70	75	70	72	71	67	59	59	72	25.1%	-3.4%	5.6%
乌镇景区															
景区收入(亿元)	2.4	3.0	4.9	5.8	6.9	7.7	9.7	11.4	13.6	16.5	19.1	14.9	7.4%	19.9%	23.1%
客流量(万人)	252	324	575	515	601	569	693	795	906	1013	915	731	1.6%	10.0%	13.8%
客单价(元/人)	96	94	85	113	115	135	140	143	150	162	209	204	5.7%	9.1%	8.1%
古北水镇															
景区收入(亿元)							2.0	4.6	7.2	9.8	10.0	7.8	7.4%	49.5%	
客流量(万人)							98	147	244	275	256	191	-4.4%	27.1%	
客单价(元/人)							202	314	295	356	391	408	12.3%	17.9%	

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 华山索道近五年复合增速列示的是近四年复合增速, 2013年累计客流量不包括华山索道的客流量; 古北水镇近五年复合增速列式近四年复合增速。

注: 峨眉山景区、桂林景区和华山索道为半年度数据

自然景区以地方国资管理为主, 发展进程中积累的历史问题较多, 概括而言, 自然景区的转型进程中主要面临三个问题。

- ◇ 产权复杂, 自然景区的产权在过去的发展过程中并未形成统一范式, 各个景区分属不同层级的地方国资委, 使得转型面临条件复杂, 难以形成地域旅游产业链的资源整合。
- ◇ 管理人事僵化, 各个景区的管理委员会多由当地政府委派, 人事任免和调动受

制于体制内的多重问题，难以对市场变化做出及时的反应。

◇ 融资瓶颈，景区投资主要为重资产投入，需要强大的现金流支持，而目前相关上市公司的融资受到多方限制，融资能力一般，难以对业务转型形成有力支撑。

尽管面临着各种挑战，自然景区类上市公司的转型之路势在必行。峨眉山投资1.2亿元参与打造《只有峨眉山》实景村落演艺项目，新管理层上任后成本端控制较好，未来看景区内外部交通改善和区域一体化开发。黄山旅游积极围绕“一山一水一村一窟”的战略，推进花山谜窟景区的提升建设，并展开旅游小镇、高铁餐饮等一系列新项目的布局工作。乌镇和古北水镇经营结构较为多元化，门票降价对其影响相对有限。桂林旅游受门票下调影响相对明显，短期业绩承压，通过与宋城演艺合作《漓江千古情》打开新的盈利点，并通过淘汰落后资产+定增的方式优化资产结构。天目湖作为民营景区受景区降价政策影响较小，另外公司是后天开发的一体化景区，内部产品迭代和外延扩展能力更强，公司募投的温泉二期项目即将落地，竹溪谷项目预计2020年1月投入运营，为公司打开新的增长空间。

（二）人造景区：主题公园需求向好，旅游演艺龙头项目持续扩张

中国2019年人均GDP或将超过1万美金，进入文化娱乐消费快速增阶段，人均收入提升、汽车在全国家庭的普及，自驾游、亲子游带来城市周边人造景区的旺盛需求。近年政府对人造景区的支持力度也有所提高，人造景区对地方的经济拉动、城市形象、居民就业等均有显著的外溢性作用，地方政府对于发展人造景区具有较高的热情。我们认为人造景区是中国下个城镇化阶段成长性突出的消费赛道。

国内人造景区大致分为三个阶段：2010年之前的单体园运营阶段，2010-2015的异地重资产复制阶段，2015至今的轻资产/合资扩张阶段。从行业发展的角度看，人造景区形成品牌力从弱到强，经营方式从重到轻的发展过程，2020年是新一轮景区项目集中落地时期，人造景区的品牌化进入新的阶段。

宋城演艺：新一轮项目即将落地，演艺龙头开启成长新阶段

演艺业务成长性持续，盈利性较强。2019年前三季度公司受六间房出表影响净利润增速放缓，但若均剔除数字娱乐平台及六间房与密境和风重组的财务影响，则19年单三季度公司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，预期主要受丽江项目的快速增长（上半年营收同比增长31%），以及桂林和张家界项目的快速爬坡、Q3业绩有所释放驱动。

2020年西安和上海项目即将落地。公司第二轮扩张周期中的桂林、张家界项目已经落地，西安、上海项目预计将在明年上半年开业，佛山项目由轻资产转为重资产，也在积极推进中，公司新二轮扩张不再依赖自然景区，开发模式上更加注重与地方旅游国资合作开发，进一步发挥宋城千古情的品牌价值，新一轮项目落地不仅给公司带来项目收益，同时打开了市场潜力更大的城市演艺市场。

拟打造珠海演艺谷项目，进一步探索多剧院模式。公司9月30日公告与珠海斗门区人民政府签订合作协议拟建设珠海宋城演艺谷项目。该项目将规划建设大型文化

演艺项目，包括数十个剧院集群、国际艺术节等十大板块的内容。项目规划总占地约为1500亩，投资约人民币30亿元。先前公司在杭州本部试水大型多剧院、演艺谷新模式，显著地提升了杭州本部的接待上限，后续公司在西塘项目上也将采用多剧院模式，珠海项目是公司在多剧院模式上又一实践，是公司从以往的大景区的附属景点，向大型旅游目的地转型的关键节点。

表14: 宋城演艺存量、在建和储备自建项目情况概览

项目名称	开业期	建设期	投资额	合作情况	面积	项目选址
宋城千古情	1996年5月	-	-	-	90亩	杭州市西湖区之江路148号
三亚千古情	2013年9月	1年5个月	4.9亿元	设全资子公司	80亩	三亚市迎宾大道区块，迎宾路西北
丽江千古情	2014年3月	2年1个月	3.34亿元	设全资子公司	140亩	丽江市玉龙县城核心区一带，距离丽江古城约6公里
九寨千古情	2014年5月	约1年	2.46亿元	与天源酒店管理公司、搜罗广告公司合作，收购增资组建合资公司(80%);2015年4月8700万收购《藏谜》60%股权	33亩	四川省九寨沟漳扎镇“中旅大酒店”周边，距离九寨沟风景区沟口7公里
桂林千古情	2018年7月	1年1个月	6.9亿元	与桂林旅游股份有限公司合作，成立合资公司(70%)	161.24亩	广西省桂林市阳朔县城核心区
张家界千古情	2019年6月	1年2个月	5.4亿元	设全资子公司	170亩	张家界市武陵源区索溪峪镇文风居委会百花洲
西安项目	预期2020年上半年	预期2年	4.8亿元	与西安世园投资(集团)有限公司合作，成立合资公司(80%)	100亩	西安浐灞生态区世博园内
上海项目	预期2020年上半年	预期1.5年	8.3亿元	与世博东迪合作，成立合资公司(88%)	41200平方米(约合81.8亩)	上海世博大舞台
佛山项目	预期2021年	尚未开工	7亿元(一期)	全资子公司	90亩	佛山市南海区西樵镇听音湖片区
西塘项目	预期2021年	预期2年	10亿元(首期)	设全资子公司	预计350亩(首期132亩)	西塘镇西塘港南侧
珠海项目	待定	尚未开工	约30亿元	设全资子公司	约1500亩(实际拿地为准)	广东省珠海市斗门区斗门镇
澳洲项目	待定	待定	20.2亿元	设全资子公司	44.89万平方米(约合673亩)	澳大利亚黄金海岸的内兰区

数据来源：广发证券发展研究中心数据来源：公司公告、公司官网、公司财报、广发证券发展研究中心

注：已开业项目建设期以项目开工日期起至正式开业期间计算；未开业项目建设期以公司公告和官网预期建设期和开业时间计算。

识别风险，发现价值

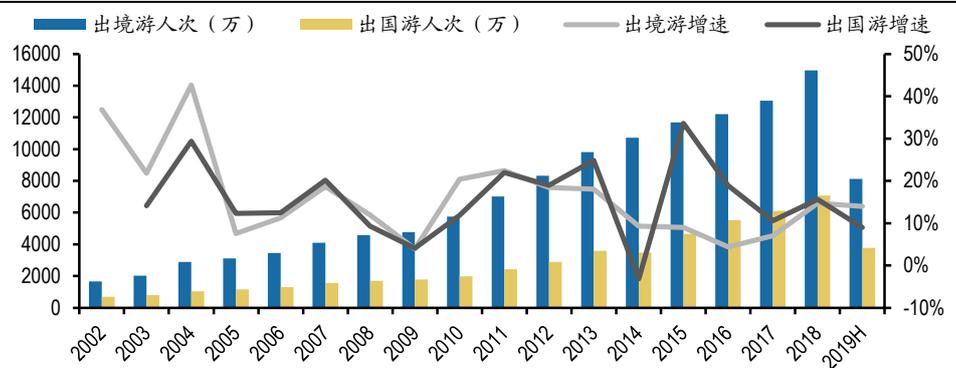
请务必阅读末页的免责声明

（三）出境游：行业增速放缓、客源和目的地市场继续分化

出境游行业整体增速放缓，区域市场分化持续：2019年上半年内地居民出国游增速为9%，较2010-18年行业年复合17%的增速有明显放缓。根据中航信数据，2019年1-10月中国航空公司国际航班订座量8321万人次，同比增长12.3%。

从细分市场来看，客源和目的地市场分化持续。客源地来看，华南和非一线区域枢纽机场国际航线增长较快，形成出国游市场主要增量。目的地来看，目的地市场分化更为明显，日韩和东南亚部分市场持续景气，长线游中东欧市场表现稳健，其余目的地市场在今年表现持平甚至下滑。

图49：2019年上半年内地居民出境游和出国游增速分别为14%和9%



数据来源：文化和旅游部、各地旅游局官网、广发证券发展研究中心

图50：19年1-10月中国航空公司国际航班订座量8321万人次，同比增长12.3%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

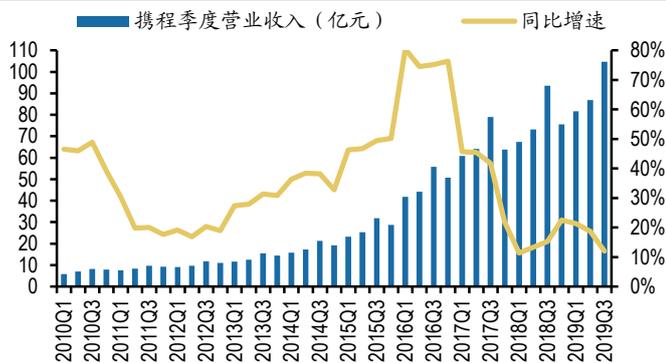
公司：从主要上市旅行社和OTA公司的财务数据来看，2018年下半年以来北京地区主要上市旅行社公司营收出现增速放缓甚至下降，毛利率和净利率也出现负面波动，而华南地区主要旅行社公司广之旅营收保持持续增长，盈利能力稳健。OTA龙头携程的旅游度假业务持续增长，前三季度营收同比增长22.4%，携程渠道下沉稳步推进，营收增速持续超过行业整体增速。

表15: 主要上市旅行社公司财务数据

项目		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H
营业收入 (亿元)	众信旅游	15.9	21.5	30.1	42.2	83.7	100.9	120.3	121.7	57.2
	增速	53.9%	35.0%	39.8%	40.3%	98.5%	20.6%	19.2%	1.2%	-1.1%
	凯撒同盛	-	17.0	21.5	26.5	42.6	58.0	70.0	70.2	29.2
	增速	-	-	26.4%	23.7%	60.5%	36.1%	20.7%	0.2%	-8.6%
	广之旅	-	-	-	43.8	45.9	48.0	53.3	60.1	32.0
	增速	-	-	-	-	4.8%	4.5%	11.0%	12.9%	20.1%
净利润 (亿元)	众信旅游	0.44	0.62	0.87	1.09	1.87	2.15	2.33	0.24	1.10
	增速	44.8%	39.9%	41.5%	24.3%	71.7%	15.1%	8.3%	-89.9%	-20.4%
	凯撒同盛	-	0.12	0.48	1.06	1.64	2.04	2.42	1.43	0.53
	增速	-	-	313.0%	123.0%	54.4%	25.0%	18.3%	-41.0%	-30.6%
	广之旅	-	-	-	0.48	0.53	0.62	0.65	0.82	1.29
	增速	-	-	-	-	10.4%	17.5%	11.2%	19.9%	251.9%
ROE	众信旅游	35.1%	35.8%	35.4%	22.9%	14.9%	11.8%	12.1%	1.0%	4.5%
	凯撒同盛	3.6%	2.7%	9.5%	6.8%	28.5%	12.1%	11.4%	9.2%	3.1%
	岭南控股	3.4%	5.2%	5.5%	6.3%	6.7%	5.0%	8.8%	8.0%	6.8%
毛利率	众信旅游	9.1%	9.9%	10.0%	8.8%	9.2%	10.4%	9.9%	9.4%	10.9%
	凯撒同盛	-	11.2%	12.2%	14.4%	14.9%	14.1%	14.0%	13.3%	12.1%
	广之旅	-	-	-	10.3%	11.1%	10.2%	10.4%	10.0%	9.4%
净利率	众信旅游	2.8%	2.9%	2.9%	2.6%	2.5%	2.4%	2.3%	0.4%	2.0%
	凯撒同盛	-	0.7%	2.2%	4.0%	3.8%	3.5%	3.5%	2.0%	1.8%
	广之旅	-	-	-	1.1%	1.1%	1.3%	1.2%	1.4%	4.0%

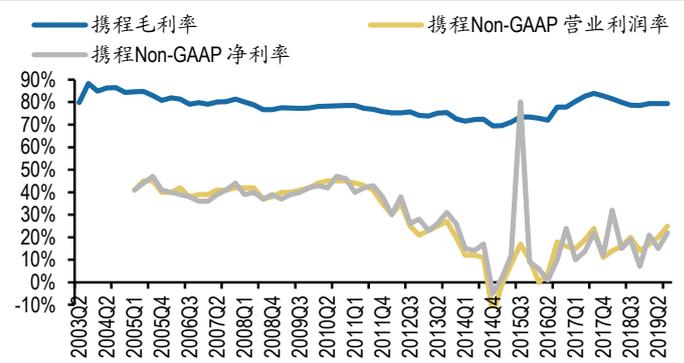
数据来源: Wind、公司财报、广发证券发展研究中心

图51: 2017年以来携程营收增速有所回落



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图52: 2017年以来携程盈利能力向好



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图53: 2019年前三季度携程旅游度假营收同比增长22.4%



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

六、教育：强者恒强，看好职教和 K12 教培

（一）政策风险逐步释放，职教 K12 教培等赛道空间广阔

1. 政策：支持鼓励职业教育，规范引导K12、在线教育等

2018年以来，随着多项政策的颁布和实施，教育行业政策导向扶持鼓励和规范整顿并举，整体引导行业向正规化、普惠化、促进就业和改善民生的方向发展。从细分领域来看，政策导向存在一定差异。幼教和义务教育阶段整体以普惠、遏制过度逐利和规范化整顿为核心。2019年，虽然民促法送审稿的最终版本尚未落地，但政策对行业的影响已有减小。我们看好受益于政策支持的职业教育行业以及逐步规范后集中度提升的K12教培行业。

- **学前教育学段：强调学前教育的普惠性。遏制民办园过度逐利行为。**政策向公办园进一步倾斜，要求到2020年，普惠性幼儿园覆盖率（公办园和普惠性民办园在园幼儿占比）达到80%。实施加盟、连锁行为的营利性幼儿园原则上应取得省级示范园资质，同时限制民办园上市、投融资等资本运作。
- **义务教育学段：以校内校外的全面减负为核心，强调课外教辅及线上APP的规范化。**校内禁止设立重点班、实验班等，限制考试和作业的数量。对校外教辅机构整顿力度加大，监管趋严，禁止超前培训，对培训机构的办学资质、安全保障、教师资质、收费周期、培训时间均提出要求。有助于清理整顿一批经营不规范的中小型课外辅导机构，引导课外教辅这一高度分散化的市场走向规范化集中化。同时，《民促法》送审稿等政策的出台对义务教育学段民办学校营利性和非营利性划分提出要求，限制公办学校参与运营营利性民办学校和非营利性民办学校的资本运作。此外，在线上APP快速渗透的背景下，加大了对线上教育的政策监管。强调线上线下同等监管，加强进入校园的学习类APP审查。我们看好K12教培行业，在市场监管趋严机构规范性增强的背景下，龙头公司份额有望进一步提升。
- **继续教育和职业教育领域：政策大力支持职教发展，利好政策不断出台。**鼓励

通过校企合作、企业技能培训等方式开展职业教育，19年10月出台的《关于教育支持社会服务产业发展 提高紧缺人才培养培训质量的意见》更是直接强调通过职业教育提升家政、养老、托育等社会服务行业从业人员整体素质和能力。同时政策鼓励培养高层次管理和研发人才，支持从业人员学历提升。整体来看职业教育领域政策扶持力度较大且具有长期持续性，政策风险较小。

表16: 教育各子行业政策梳理和具体政策要点

教育领域	政策导向	发布日期	文件名称	发布机构部门	政策要点
幼教	大力发展公办园，强调幼儿园普惠属性，规范民办园发展，禁止幼儿园“小学化”	2018年11月	《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》	国务院	1、构建以普惠为主的办园体系，大力发展公办园。 2、民办园规范发展，社会资本不得通过兼并收购等方式控制国有资产或集体资产举办的幼儿园、非营利性幼儿园；民办园一律不准单独或作为一部分资产打包上市。上市公司不得通过股票市场融资投资营利性幼儿园，不得通过发行股份或支付现金等方式购买营利性幼儿园资产。
		2019年1月	《国务院办公厅关于开展城镇小区配套幼儿园治理工作的通知》	教育部办公厅	城镇小区依标配建幼儿园，确保如期移交；不得办成营利性幼儿园。
		2018年7月	《关于开展幼儿园“小学化”专项治理工作的通知》	教育部办公厅	严禁教授小学内容，纠正“小学化”的教育方式和教育环境，解决教师资质不合格问题。
K12 课外教培	推进中小学生减负，规范整治课外教辅机构	2018年12月	《关于印发中小学生减负措施的通知》	教育部等九部门	禁止设立重点班、实验班等。依照标准教学，控制作业量和考试次数，限制竞赛培优。校外机构严禁超标培训，控制培训时间同时禁止与升学挂钩。
		2018年11月	《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知》	教育部、国家市场监督管理总局、应急管理部	1、加快办学许可审批进度，2018年底前不能存在无证无照还在开展培训的机构。2、线上培训机构必须将教师的姓名、照片、教师班次及教师资格证号在其网站显著位置予以公示。
		2018年8月	《关于规范校外培训机构发展的意见》	国务院办公厅	对校外培训机构场地、师资设置明确标准，不得聘用中小学在职教师。必须取得办学许可证。内容和进度不得超出国家标准和同期学校进度，时间不得晚于 20:30，不得一次性收取超过 3 个月的费用。
在线教育	大力推进智能教育，同时加强监管和整顿，强调线上线下同等监管，加强进入校园的学习类 APP 审查	2019年7月	《关于规范校外线上培训的实施意见》	教育部等六部门	实施备案审查制度。对线上培训内容、时长、师资、信息安全 and 经营规范提出管理标准。按课时收费的，每科不得一次性收取超过 60 课时的费用；按培训周期收费的，不得一次性收取时间跨度超过 3 个月的费用。
		2019年1月	《教育现代化 2035》	国务院	创新教育服务业态，建立数字教育资源共建共享机制。

	2018年12月	《关于严禁有害APP进入中小校园的通知》	教育部办公厅	严格审查进入校园的学习类APP，加强日常监管。
	2018年4月	《教育信息化2.0行动计划》	教育部	建成“互联网+教育”大平台，信息化应用水平和师生信息素养普遍提高。教学应用覆盖全体教师、学习应用覆盖全体适龄学生、数字校园建设覆盖全体学校。
	2019年12月	《中华人民共和国职业教育法修订草案(征求意见稿)》	教育部	鼓励发展多层次的职业教育，推进多元办学，发挥企业重要办学主体作用，支持社会各种主体广泛参与职业教育。提出建立职业教育国家学分银行，推进职业教育各类学习成果的认定、积累和转换。
政策支持力度大，鼓励校企合作，企业技能培训和从业人员学历提升等	2019年5月	《关于印发职业技能提升行动方案(2019—2021年)的通知》	国务院	到2021年底技能劳动者占就业人员总量的比例达到25%以上，高技能人才占技能劳动者的比例达到30%以上。支持企业兴办职业技能培训，鼓励支持社会培训和评价机构开展职业技能培训和评价工作，完善职业培训补贴政策，加强政府引导激励。
	2019年2月	《国家职业教育改革实施方案》	国务院	到2022年，培育数以万计的产教融合型企业，推动建设300个具有辐射引领作用的高水平专业化产教融合实训基地。“双师型”教师占专业课教师总数超过一半。从2019年开始启动“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点工作。
	2019年6月	《关于深化教育教学改革全面提高义务教育质量的意见》	国务院	推进义务教育学校免试就近入学全覆盖。民办义务教育学校招生纳入审批地统一管理，与公办学校同步招生。
义务教育“公民同招”，民办教育要区分营利性和非营利性，限制资本运作	2018年8月	《中华人民共和国民办教育促进法实施条例(修订草案)(送审稿)》	司法部	1、公办学校不得举办或者参与举办营利性民办学校。公办学校举办或者参与举办非营利性民办学校的，应当经主管部门批准，并不得利用国家财政性经费，不得影响公办学校教学活动，不得以品牌输出方式获得收益。2、实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校。

数据来源：国务院，教育部，司法部，广发证券发展研究中心

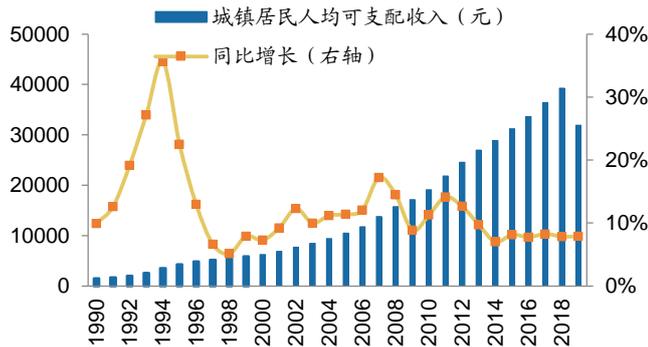
2. 职教、K12等行业还受益于渗透率提升以及下沉市场的教育需求快速增长

近年来随着居民可支配收入的不断提升，居民对教育愈发重视，人均教育支出水涨船高，教育行业整体呈现高速发展。根据亿欧智库的调研，年收入7万元以下的家庭里年教育支出在6001元-10000元占比为31.6%。年收入15万以上的家庭中，年教育支出超过15000元的占比达17.2%，10001元-15000元占比达45.7%。而各个学段受教育人群基数庞大，职教和K12教培有望持续受益于渗透率的提升。

- **K12阶段：**2018年我国平均每十万人有16,963人在接受K12阶段教育。总体规模自15年以来有所上涨。K12学段各类学校50.48万所，同比增长1.3%；K12阶段在校生2.36亿人，同比增长2.2%；专任教师1496.1万人，同比增长2.9%。
- **职教方面：**根据教育部数据，2017年非学历教育结业生人数达到5725万人次，

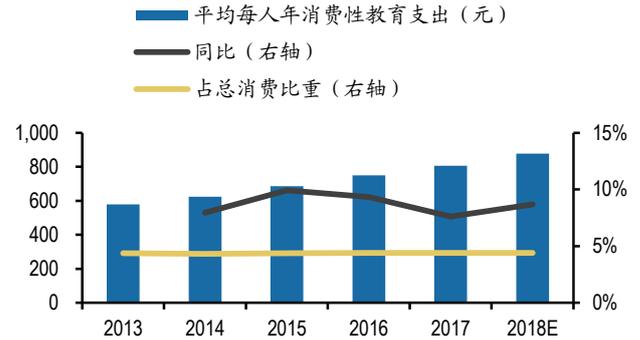
同比增长1.2%，其中高等教育和中等职业教育分别为981万人和4744万人，同比分别增长4.8%和0.5%。其中2017年高等教育进修和培训人次968万，同比增长5.2%。2008-2017年非学历高等教育进修及培训人数年复合增速为10.0%。中等职业教育方面，2017年非学历中等职业教育结业人次为4744万，其中资格和岗位证书培训人数为1890万人次，占比为40%；培训机构结业人数为4280万人次，同比增长1.1%。

图54: 城镇居民人均可支配收入稳步增长



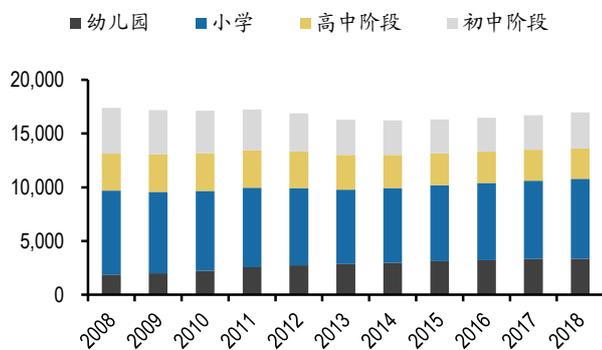
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图55: 中国人均教育支出稳定增长



数据来源: 弗若斯特沙利文, 广发证券发展研究中心

图56: 全国平均每十万人接受K12阶段教育人数



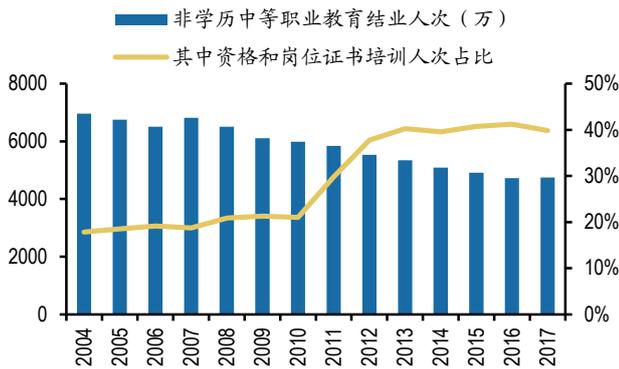
数据来源: 教育部, 广发证券发展研究中心

图57: 17年高等教育进修和培训人次968万/+5.2%



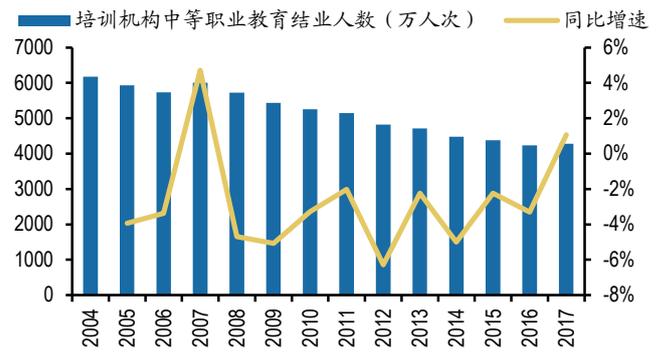
数据来源: 教育部, 广发证券发展研究中心

图58: 17年非学历中等职业教育结业人次为4744万



数据来源: 教育部, 广发证券发展研究中心

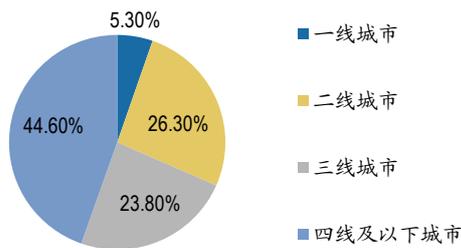
图59: 17年中职教育结业4280万人次, YOY+1.1%



数据来源: 教育部, 广发证券发展研究中心

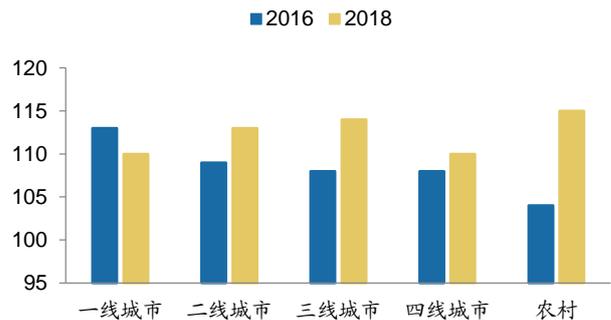
下沉市场教育支出占比高, 优质教育资源需求带来潜在机会。相比一线城市, 低线城市居民住房和日常生活成本少, 虽然平均绝对收入较低, 但消费能力不弱。对教育的重视程度同样较高, 同时用户群体庞大, 未来潜力较大。根据城市统计公报, 目前三线及以下的下沉市场人口数量占比达68.4%, 群体规模庞大。根据尼尔森《中国消费者信心指数报告》, 相较16年, 18年一线城市消费者信心指数有所下滑, 而二三四线城市及农村均为上升, 三线城市和农村提升明显。根据酷云数据, 36.1%的下沉市场居民日常花费最高的支出类别是教育, 高于一线城市。同时下沉市场目前优质教育资源稀缺, 供需存在一定程度的不匹配。下沉市场教育支出主要集中在子女基础教育 (占比为48%) 和自我提升类的证书考试 (占比为26%), K12课外教辅和职业教育空间较大, 渗透率均有望持续提升。

图60: 2017年全国各线城市人口分布



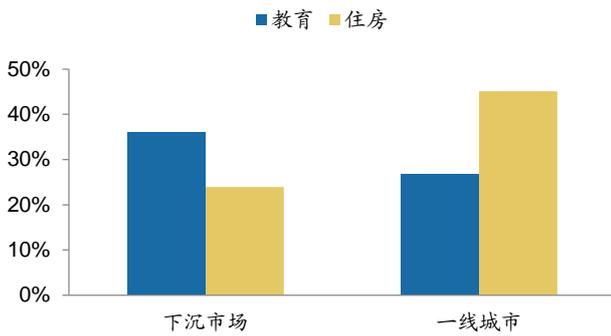
数据来源: 城市统计公报, 易观, 广发证券发展研究中心

图61: 全国各线城市消费者信心指数



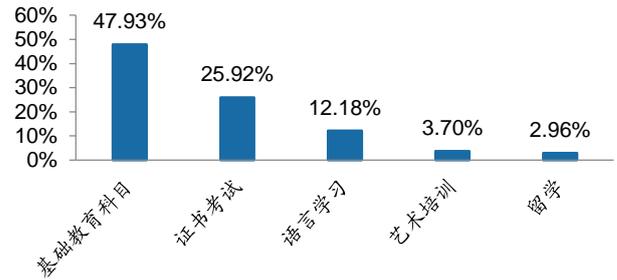
数据来源: 尼尔森, 易观, 广发证券发展研究中心

图62: 一线和下沉市场居民日常花费最高类别占比



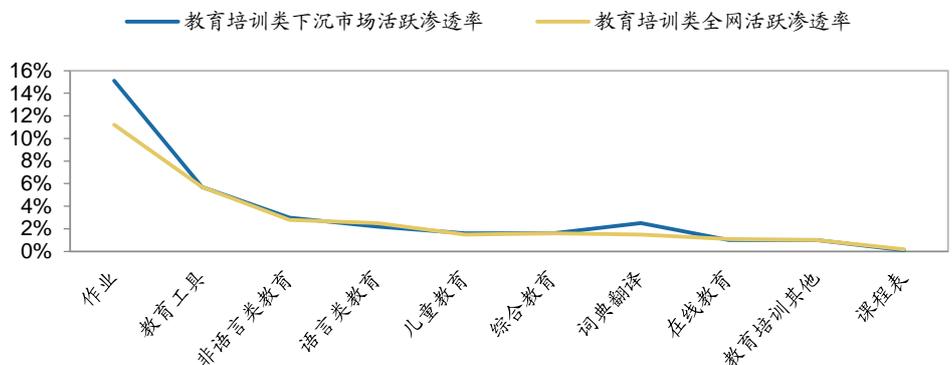
数据来源: 酷云大数据, 企鹅智库, 广发证券发展研究中心

图63: 下沉市场教育支出分布



数据来源: 酷云大数据, 企鹅智库, 广发证券发展研究中心

图64: 教育类 APP 在下沉市场和全网渗透率对比



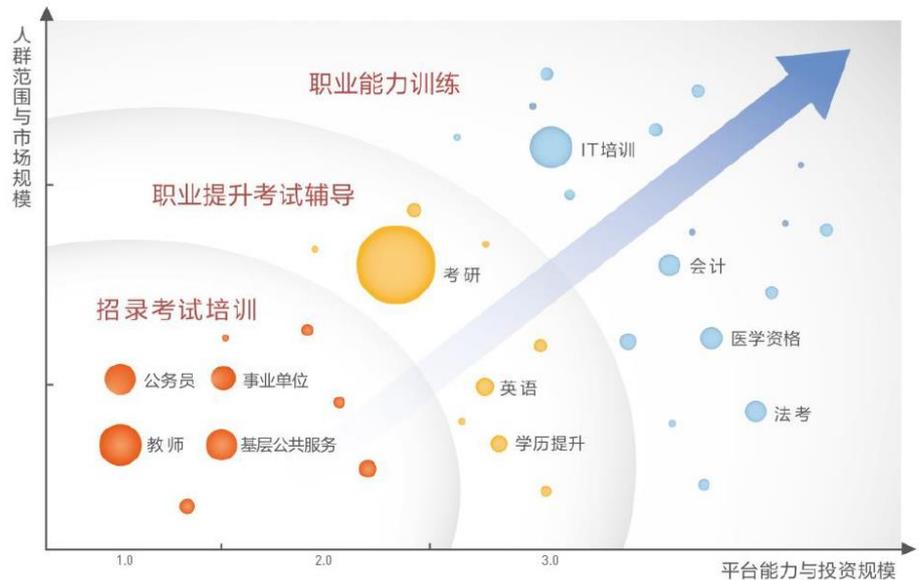
数据来源: Mobdata、广发证券发展研究中心

(二) 职业教育: 政策扶持力度大, 产业升级和就业压力为职业教育带来较大空间

职业教育可分为学历职业教育和非学历职业教育。其中学历职业教育指各类职业高中、中专、技校等职业学校教育; 非学历职业教育包括职业技能培训、专业认证考试培训、语言类培训、企业培训等, 主要针对在校大学生和在职员工等群体, 包括公考培训、事业单位招聘培训、教师招录培训、考研、金融财会以及IT等。随着国家陆续出台相关产业政策加大对职业教育培训行业的鼓励和支持, 以及每年新增就业群体对职业教育的旺盛需求, 职业教育在教育体系中的地位不断提高。特别是2019年以来职业教育相关政策密集出台。19年2月, 国务院发布的《国家职业教育改革实施方案》中提出“从2019年开始启动“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点工作。到2022年, 培育数以万计的产教融合型企业, 推动建设300个具有辐射引领作用的高水平专业化产教融合实训基地。”5月国务院下发《关于印发职业技能提升行动方案(2019—2021年)的通知》, 支持企业兴办职业技能培训, 鼓励支持社会培训和评价机构开展职业技能培训和评价工作, 完善职业培训补贴政策, 加强政府引导激励。12月, 教育部颁布《中华人民共和国职业教育法修订草案

（征求意见稿）》，进一步鼓励发展多层次的职业教育，推进多元办学，发挥企业重要办学主体作用，支持社会各种主体广泛参与职业教育。

图65：职业教育细分赛道规模和平台能力



数据来源：中公教育，广发证券发展研究中心

1. 各类招录考试报名人数持续增长，激烈竞争下未来参培率有望持续提升

近年来各类招录考试报考人数持续上升。**公务员培训方面：**随着19年机构改革的完成，2020年国考招录人数较19年明显反弹，招录人数为2.4万人，但仍低于16-18年平均水平。由于基层岗位数量提升、资格要求等原因，报考人数有所下降，通过资格审核的报考人数为143.7万人，过审人数与招录人数比为60:1，竞争激烈程度有所缓解。省考方面，近年来招录人数持续下降。2018年省考招录人数为12万人，过审人数为300万人，过审人数和招录人数比为25:1。2019年省考招录人数下降至8万人。预计随着机构改革的完成和未来数年公职岗位更新换代的需求，国考和省考招录人数均有望回暖。

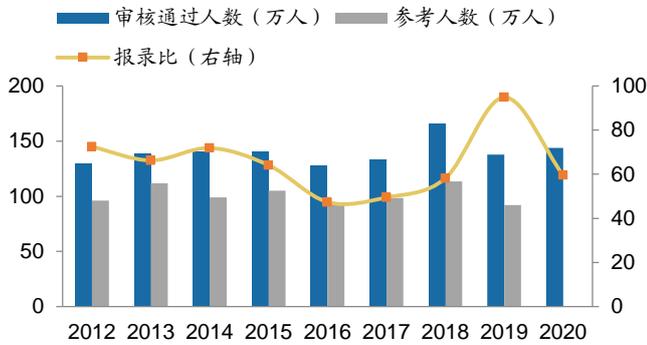
教师招聘考试方面：近年来教师资格证笔试考试人数快速增长，19年上半年和下半年报考人数分别达到290万人和590万人，全年增速达到35%。根据教育部，截至2018年我国普通小学、初中、高中生师比分别为16.97、12.79、13.1，与教育发达国家相比仍存在一定的差距。考虑到各省市不同地区之间教育水平相差较大，总体来看目前我国仍存在较大的教师资源缺口，尤其对优质教师的需求旺盛。

事业单位招聘方面：近年来事业单位招聘不断正规化，多省以相同时间、内容和评分标准进行的跨省事业单位联合考试影响力逐步扩大，参加省区持续增加，招录人数持续上升。19年上半年共有安徽、湖北等9个省区参加联考，招录人数达到42632人，较2018年上半年的26372人大幅增加。

考研方面：近年来考研人数持续上升且维持较快增长。根据中国教育在线，2019年

全国考研报考人数达到290万人，同比增长21.8%。2014-19年复合增速为11.0%。预计2020年报考人数将达到340万人。

图66: 2020年国家公务员招录人数为2.4万人，过审人数为143.7万人



数据来源: 中央机关和各部委历年公布的招录简章, 广发证券发展研究中心

图67: 近年来省考招录人数持续下降, 2019年招录人数为8万人 (单位: 万人)



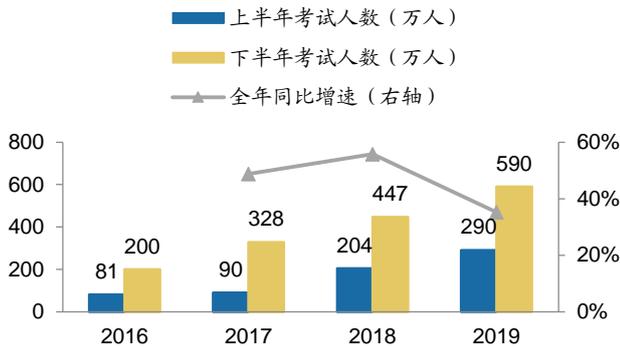
数据来源: 公务员考试网, 广发证券发展研究中心

表17: 15-19年事业单位联考参加省区和招聘情况

年份	公告发布日期	参加省区	招聘人数
2015	上半年	宁夏、内蒙古、浙江	3373
	下半年	宁夏、甘肃、贵州、云南、浙江	2959
2016	上半年	宁夏、内蒙古、贵州、陕西、湖北、广西、青海、云南	15585
	下半年	贵州、甘肃、安徽、青海、云南	4082
2017	上半年	宁夏、安徽、陕西、云南、上海、广西、湖北、甘肃、贵州、内蒙古、青海	25769
	下半年	贵州、甘肃、青海、云南	1375
2018	上半年	安徽、湖北、云南、陕西、青海、甘肃、贵州、广西、宁夏、内蒙古	26372
	下半年	贵州、青海	504
2019	上半年	安徽、湖北、贵州、云南、广西、宁夏、青海、陕西、甘肃	42632
	下半年	湖北、安徽、青海、内蒙古、贵州、云南、江苏、四川、青海	9029

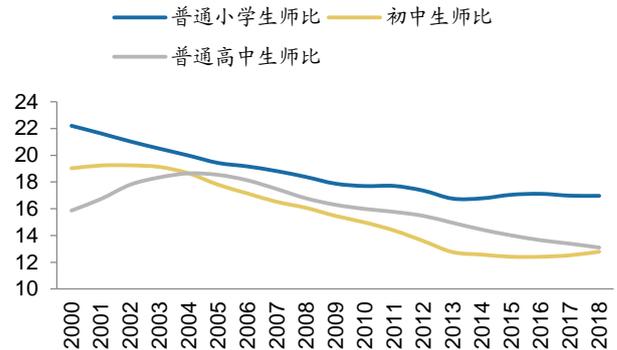
数据来源: 中公教育, 广发证券发展研究中心

图68: 2019年全年教师资格证笔试考试人数为880万人, 同比增长35%



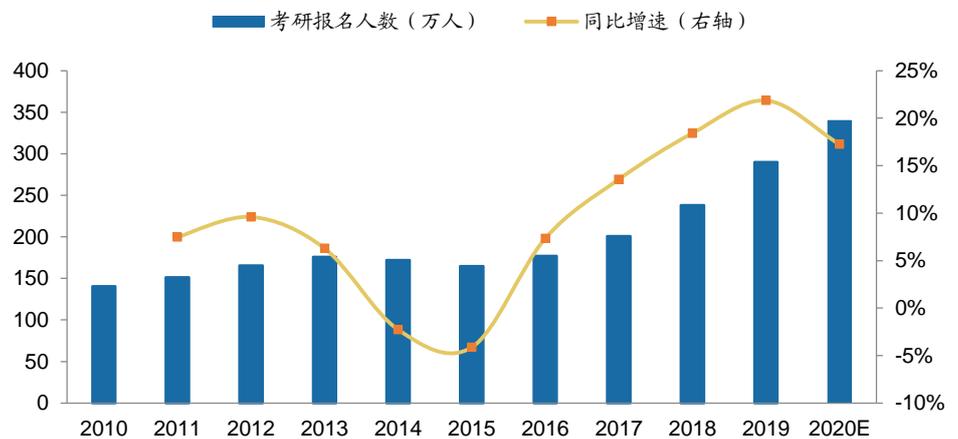
数据来源: 腾讯新闻, 中公教育, 广发证券发展研究中心

图69: 我国各学段生师比仍有下降空间



数据来源: 中国教育在线, 广发证券发展研究中心

图70: 2019年考研报名人数达到290万人, 同比增长21.8%

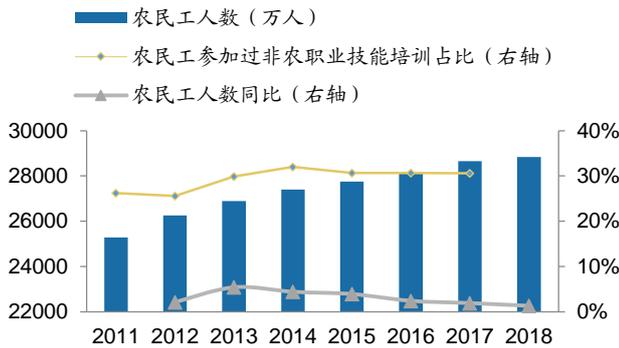


数据来源: 中国教育在线, 广发证券发展研究中心

2. 产业结构升级提升服务业从业人员需求, 长期利好职业培训市场

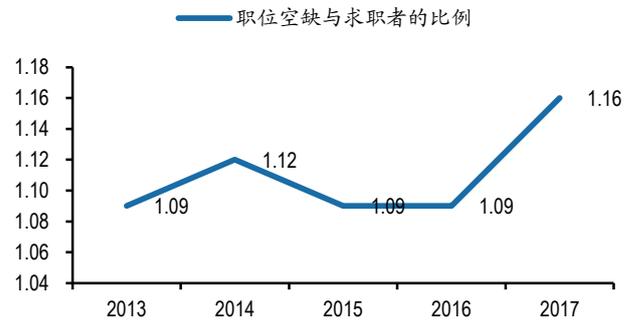
职业技能培训方面, 我们认为行业将长期受益于进城务工人员增长、产业结构优化带来的服务业从业人群提升以及职业技能市场对熟练工人需求的增长。根据教育部统计, 2018年职业技能培训结业生数量为2119.6万人, 其中农村劳动者和进城务工人员占比合计达到81%, 共同构成参加职业技能培训的主要群体。而根据国家统计局数据, 2018年农民工人数达到2.9亿人。且随着我国产业结构的升级, 传统制造业、建筑业就业减少, 农民工就业择业逐渐向第三产业转移, 职业技能市场职位缺口明显。根据弗若斯特沙利文, 2017年空缺职位与求职者比例有所上升。对熟练工人的需求有望带动职业技能培训参培率提升, 从而加速未来职业技能培训的增长。

图71: 11-18年农民工人数及参加过非农职业技能培训占比



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图72: 职业技能市场空缺与求职者比例有所上升

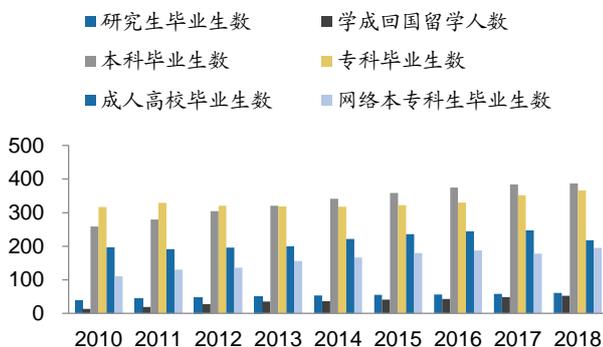


数据来源: 弗若斯特沙利文, 广发证券发展研究中心

3. 高校毕业生数量稳步增长, 就业压力下高考、事业单位招聘考试和证书考试需求将持续上升

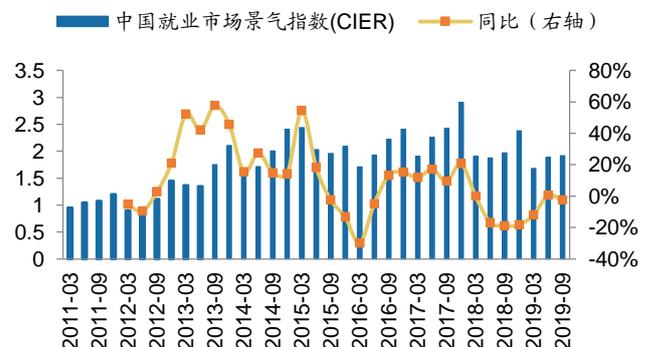
教育部数据显示, 近年来我国高等教育毕业人数保持稳健增长。普通本专科生人数从2008年的511.9万人增加到2018年的753万人, 其中本科和专科毕业生人数分别为387和366万人, 08-18年复合增速分别为5.5%和2.5%。2018年研究生毕业人数为60万人, 08年-18年年均复合增长率6%。18年成人高校毕业、网络本专科毕业生和出国留学人员数量分别为218万人、195万人和52万人, 08-18年复合增速分别为3%、8%和22%。在经济压力下, 就业市场整体景气度偏低, 一线新一线城市竞争激烈。根据智联招聘与中国就业研究所贬值的CIER (中国就业市场景气指数) 来看, 18年以来就业景气度整体呈下行态势, CIER指数持续负增长。同时公务员、事业单位和教师等工作稳定性较高, 对广大高校毕业生, 特别是在低线城市而言, 仍然会保持相当强的吸引力。

图73: 2004-2018年我国高等教育毕业人数持续增长 (单位: 万人)



数据来源: 教育部, 广发证券发展研究中心

图74: 中国就业市场景气指数及同比



数据来源: 智联招聘, 广发证券发展研究中心

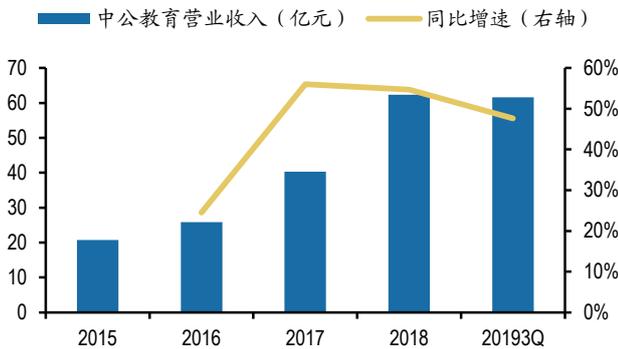
在政策大力扶持和新增就业群体对职业教育的旺盛需求推动下, 职业教育在教育体系中的地位不断提高, 职教龙头快速发展。目前上市的职业教育公司, 规模较大的

为中公教育和东方教育，近两年收入和盈利均维持快速增长。

4. 中公教育：前三季度业绩延续高增长，多品类布局协同效应渐显

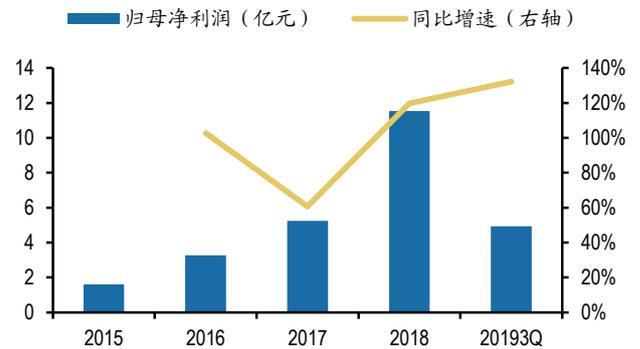
中公教育19年前三季度营收和业绩增长靓丽，前三季度营收和归母净利润分别为61.6亿元和9.6亿元，同比分别增长47.7%和77.2%。Q3单季度营收和归母净利润分别为25.2亿元和4.7亿元，同比分别增长46.1%和41.6%。**盈利能力方面：**随着公司经营规模扩大，品类增加有助于形成协同效应，规模效应进一步凸显，盈利能力持续提升。前三季度公司毛利率和净利率分别为57.6%和15.6%，同比分别提升1.1pct和2.6pct。

图75：中公教育19年前三季度营收同比增长47.7%



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图76：中公教育前三季度归母净利润同比增长77.2%

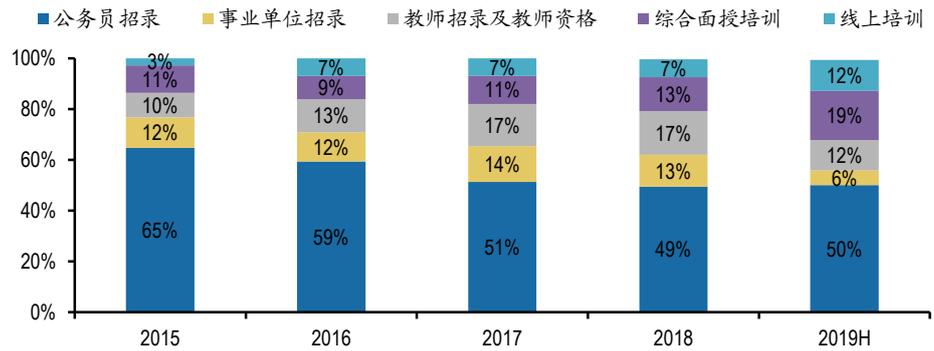


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司公考业务稳定增长，凭借平台优势，市占率进一步提升。截止三季度公司预收账款达39.2亿元，较年初增长104.1%，显示出公司学员人数持续增加带来预收学费增长，未来收入增长确定性较高。未来主要看点是多品类布局以及全国范围的加速扩张。从上半年情况来看，公司全国网点布局加速，截止2019年6月，公司在全国31个省市，319个地级市拥有880家直营分部和学习中心。

品类扩张方面，公司教师和基层公共服务类岗位等下沉分散型考试扩招表现良好，上半年教师招聘和事业单位招聘营收同比分别增长52.2%和7.0%，逐步成为市场主导。综合序列和线上培训大幅增长，上半年营收同比分别增长89.4%和205.9%，占比分别提升6.8和6.3个百分点。IT、考研等新业务推动下综合序列整体大幅增长；在职报考人群数量增加助线上业务量价齐升，参培人次/客单价YOY+62.6%/+88.1%。**19年以来公司新赛道模式复制能力得到进一步验证，多品类布局进一步完善，有助于提升公司学习中心设施利用率，发挥规模效应。**

图77：中公教育公务员招录培训收入占比为50%，同比下降8.9pct

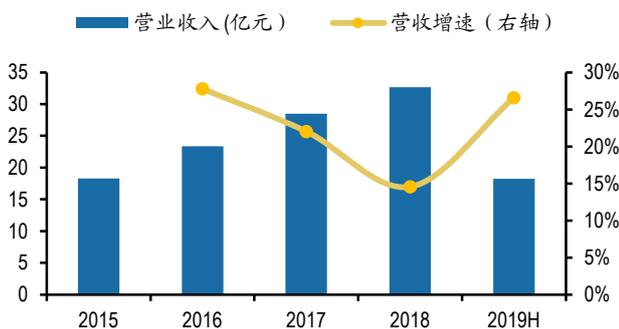


数据来源：公司公告、公司财报、广发证券发展研究中心

5. 中国东方教育：成熟品牌稳健增长，区域中心辐射全国，积极探索新赛道有望打开增量市场

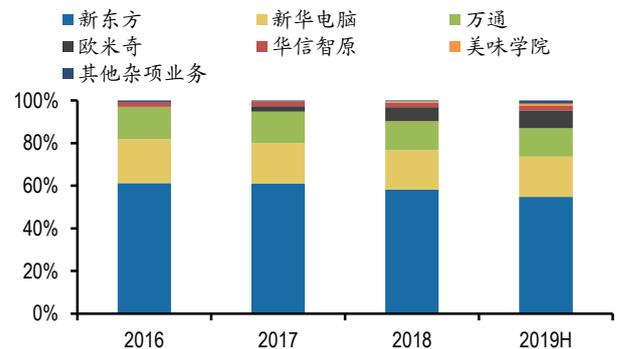
中国东方教育是国内职业技能教育龙头，主要提供烹饪、IT和汽修三大领域的职业教育服务。截止2019年6月，公司在内地29个省区及香港开设了168所学校和学习中心，在读学生达13.3万人次。18年营收和归母净利润分别为32.6亿元和5.1亿元，同比分别增长14.6%和下降20.5%。19年上半年实现营收18.2亿元，同比增长26.6%。受益于新开学校逐步成熟，业绩逐步释放，上半年归母净利润为3.1亿元，同比增长48.0%。
盈利能力方面：19年以来，随着17-18年度新开学校逐步成熟，使用率提升，盈利能力明显改善。上半年公司毛利率和净利率分别为60.8%和17.2%，同比分别提升7.9和2.5个百分点。
费用方面：19年上半年销售和行政费用率同比分别变动-3.3pct和2.7pct。行政开支增加主要是新成立学校和学习中心以及以股份为基础给付所致。

图78：中国东方教育15-18年营收复合增速为21.3%



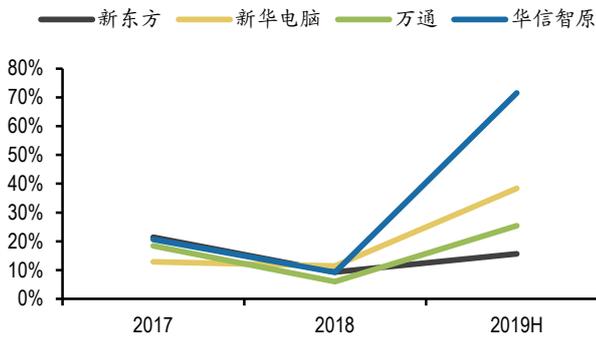
数据来源：公司财报，聆讯后资料集，广发证券发展研究中心

图79：中国东方教育新兴品牌欧米奇、美味学院占比迅速提升



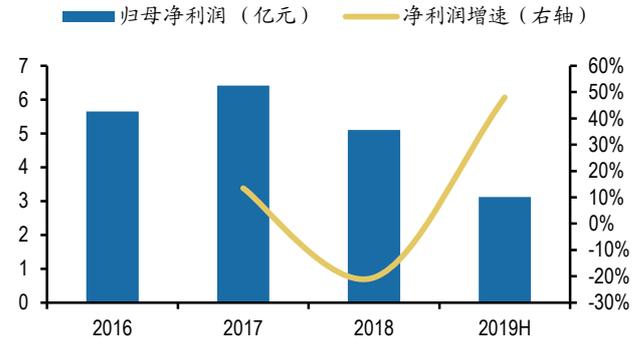
数据来源：公司财报，聆讯后资料集，广发证券发展研究中心

图80: 中国东方教育旗下成熟品牌营收增速对比



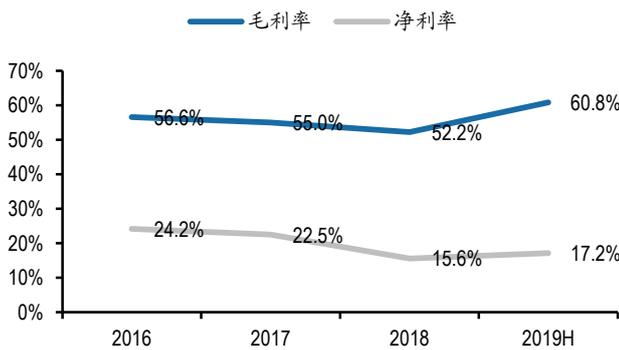
数据来源: 公司财报, 聆讯后资料集, 广发证券发展研究中心

图81: 中国东方教育19年上半年归母净利润同比增长48%



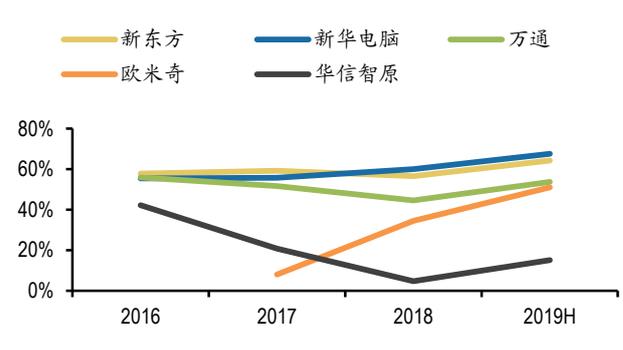
数据来源: 公司财报, 聆讯后资料集, 广发证券发展研究中心

图82: 中国东方教育盈利能力受新开店影响有所下滑



数据来源: 公司财报, 聆讯后资料集, 广发证券发展研究中心

图83: 中国东方教育旗下新东方、新华电脑盈利能力稳定, 上半年各品牌毛利率均有所提升



数据来源: 公司财报, 聆讯后资料集, 广发证券发展研究中心

根据聆讯后资料集, 中国东方教育在烹饪、IT和汽修细分行业市占率均保持领先。19年上半年平均培训人次除新东方同比下降1.9%, 新华电脑、华信智原和万通、欧米奇、美味学院同比分别增长35.3%、8.1%、14.9%、79.9%和76.32%。客单价方面: 19年上半年华信智原、美味学院、新东方、欧米奇、新华电脑和万通客单价同比分别增长63.6%/39.5%/17.9%/5.6%/2.2%/9.3%, 子品牌客单价均有所提升。公司招生、教学、就业良性循环, 通过校企合作订单班, 下游影响力不断强化, 提升就业保障。公司近年来招生效果良好, 上半年长期课程新培训人次快速增长。

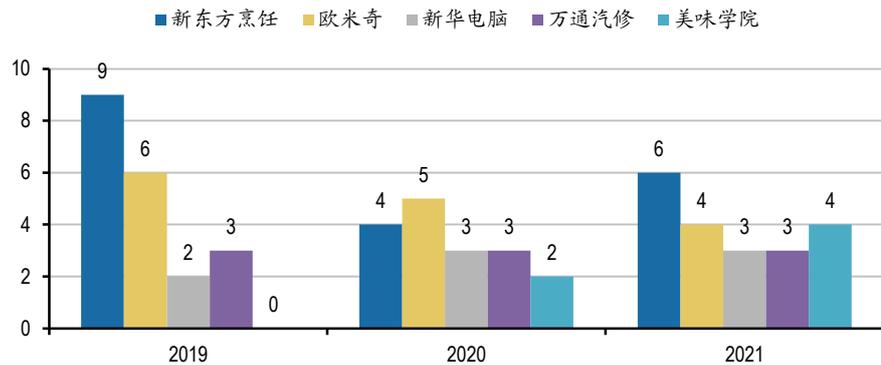
公司计划在北京、上海、广州、成都和西安建立5个自有区域中心, 所有品牌旗下学校集中授课, 学校利用率有望提升, 强化规模经济。发挥协同效应, 形成不同品牌之间的学员和教研人员输送。同时计划未来三年内新建51所学校和6家私人订制体验中心, 覆盖广东、浙江、江苏、湖南、河北、四川和内蒙古人口超过500万的37座城市。此外, 积极尝试新业态, 探索新赛道或为公司带来新的业绩增长。美食学院和欧米奇创立以来表现亮眼, 未来将探索美业、康养及AI等新领域, 有望形成新的增长点。

表18: 区域中心所在城市目前运营学校情况及未来覆盖省市区以及特别行政区

区域中心	覆盖省市区以及特别行政区	现有学校/中心数量	现有学校/中心建筑面积	现有学校/中心培训人次	学校/中心容量	现有学校/中心使用率
北京	北京、天津、河北、内蒙古	13	156,898	13,097	14,627	89.5%
上海	上海、江苏、浙江	12	206,385	10,785	20,882	51.6%
广州	广东、江西、湖南、海南、福建、香港	18	221,089	23,480	26,452	88.8%
成都	四川、重庆、贵州、云南	15	332,257	29,470	39,405	74.8%
西安	陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆	13	174,074	10,009	16,676	60.0%

数据来源: 聆讯后资料集, 广发证券发展研究中心

图84: 2019-2021年中国东方教育预期新建学校情况(单位: 所)



数据来源: 聆讯后资料集, 广发证券发展研究中心

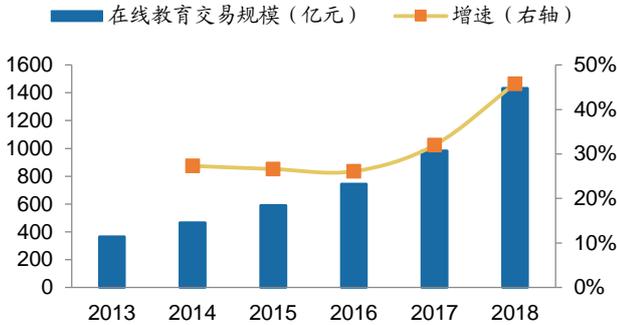
(三) 在线教育: 人工智能、5G 发展助力在线教育, 高投入换高增长, 成熟盈利模式仍有待探索

近年来人工智能、5G等技术的逐步成熟助力在线教育蓬勃发展, 渗透率持续提升。同时政策支持力度较大, 在《教育信息化2.0行动计划》中提出建成“互联网+教育”大平台, 信息化应用水平和师生信息素养普遍提高。教学应用覆盖全体教师、学习应用覆盖全体适龄学生、数字校园建设覆盖全体学校。根据弗若斯特沙利文, 2018年我国在线教育市场规模达到1432亿元, 同比增长45.8%, 13-18年复合增速为31%。用户规模达到2.1亿人, 同比增长38%。在线教育细分领域中K12课后教辅市场规模较大增速较快。2018年在线K12教育市场规模达143.2亿元, 同比增长150%, 13-18年复合增速为85%。渗透率从17年的5%大幅提升至10%。但目前在线教育盈利模式还处于探索期, 各大在线教育平台仍处于高投入换高增长的阶段。

从几家上市的在线教育公司销售费用来看, 销售费用率整体维持较高水平且持续提升。新东方在线2019财年销售费用率达48.3%, 同比提升13.9个百分点。美股上市的

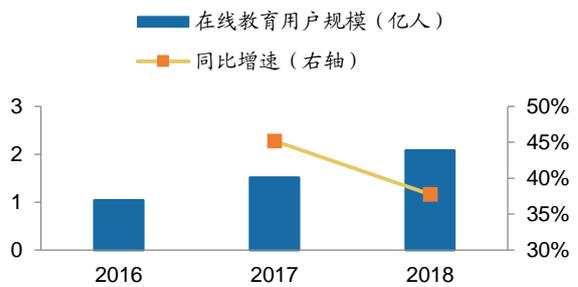
跟谁学、网易有道等在线教育公司销售费用率自18年以来也持续攀升。在暑期在线教育平台纷纷加大广告投放抢夺生源的背景下，跟谁学、网易有道19Q3销售费用率分别为59.3%和67%，同比分别提升28.1和29.5pct。如何获取流量且实现流量变现，降低获客成本是未来行业亟待解决的问题。

图85: 国内在线教育交易规模和增速



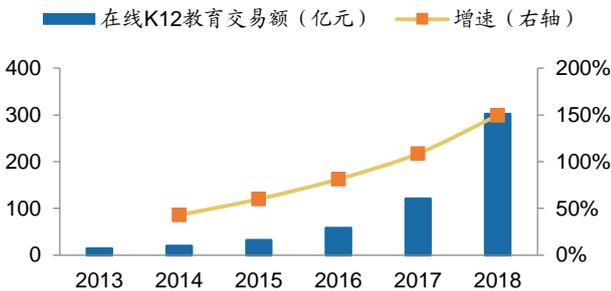
数据来源: 弗若斯特沙利文, 广发证券发展研究中心

图86: 18年国内在线教育用户规模达2.1亿人



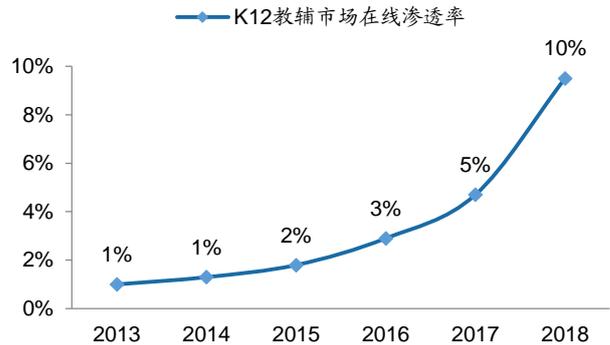
数据来源: 艾媒咨询, 广发证券发展研究中心

图87: 国内在线K12教育市场高速增长



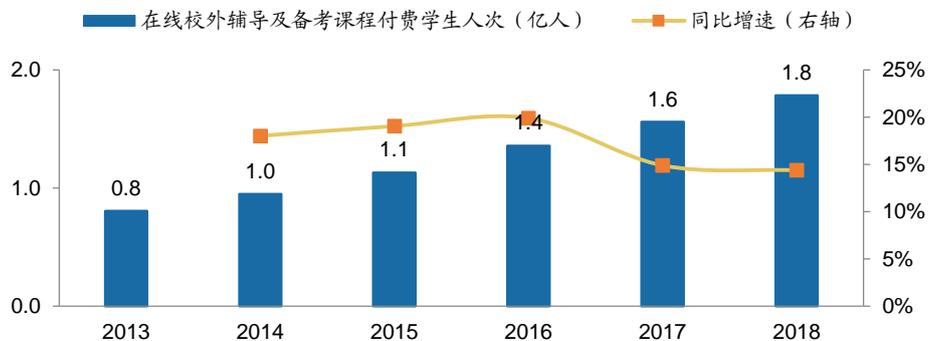
数据来源: 弗若斯特沙利文, 广发证券发展研究中心

图88: 国内K12在线教辅渗透率持续提升



数据来源: 弗若斯特沙利文, 广发证券发展研究中心

图89: 国内在线校外辅导及备考课程付费学生人次及增速



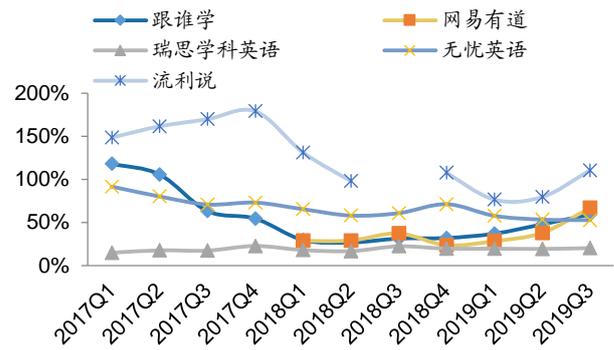
数据来源: 弗若斯特沙利文, 广发证券发展研究中心

图90: 新东方在线销售费用率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图91: 美股上市的在线教育公司单季度销售费用率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

1. 新东方在线: 付费用户持续增长, K12学段成为重要发力点

新东方在线依托新东方的教学资源 and 用户群体, 同时借助腾讯的技术研发优势快速发展。2019年实现营收9.2亿元, 同比增长41.3%。得益于量价的同时推动, 各分部均实现较好增长。大学/K12/学前分部营收同比分别增长36.5%、80.8%和205.8%。盈利能力方面, 由于教学和研发人员成本增加, 导致毛利率有所下降。费用方面: 18年以来公司加大了对站外流量的导入, 销售和广告费用大幅提升。19年销售费用率为48%, 同比大幅提升14个百分点。研发和管理费用率分别为16%和11%, 同比分别提升1个百分点和5个百分点。成本费用端的上涨导致新东方在线19年净亏损6411万元。

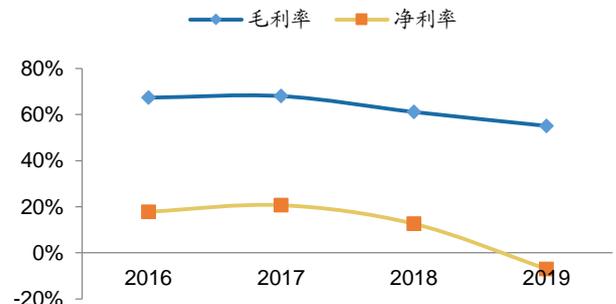
从经营情况来看, 公司于19年8月收购东方优播剩余49%的股权, 形成了新东方在线、东方优播、酷学英语和多纳组成的在线教育体系。2019年公司大学、K12、学前教育付费学生数分别为129万人、57.2万人和31.4万人, 同比分别增长12%、209%和下降47%; 客单价方面, 19年大学、K12、学前教育和入门课程客单价分别为715元、959元、203元和21元, 同比分别变动+5%/-3%/+361%/+91%。19年K12付费学生数高增长, 同时K12客单价也高于其他分部, 未来有望成为公司主要增长驱动。

图92: 2019财年新东方在线实现营收9.2亿元, 同比增长41.3%



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图93: 新东方在线毛利率和净利率水平



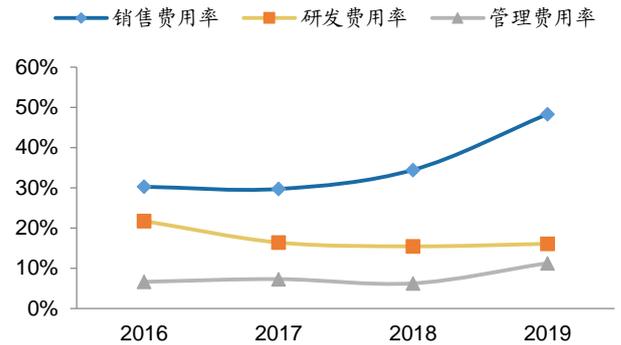
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图94: 新东方在线19年亏损6411万元



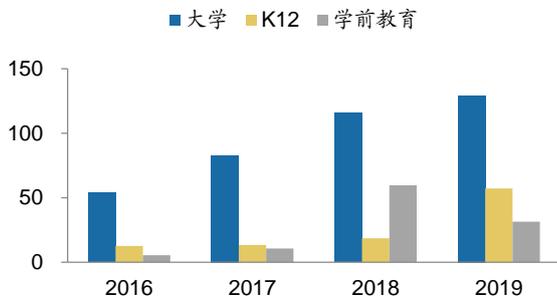
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图95: 新东方在线各项费用率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图96: 新东方在线各学段付费用户均快速增长



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图97: 新东方在线各类型课程客单价



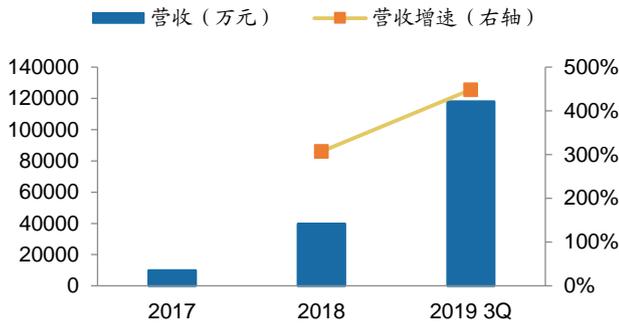
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

2. 跟谁学: 前三季度实现盈利, 学生人数快速增长

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。

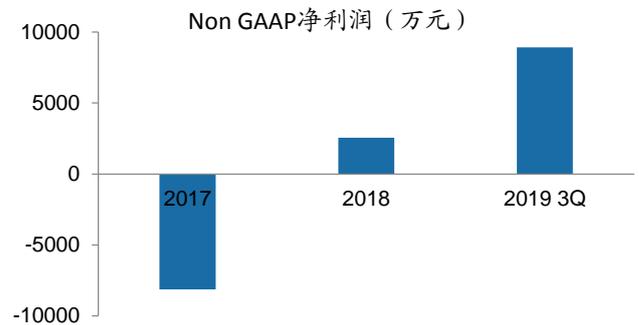
从经营情况来看: 19年前三季度销售额达到17.8亿元, 同比增长428%, 其中单三季度销售额为8.8亿元, 同比增长420%。学生人数方面, 19年三季度学生人数达82万人次, 同比增长240.2%; 前三季度累计学生人数达到162.3万人, 同比增长238.1%。公司预计四季度营收在8.06亿元至8.26亿元之间, 同比增长343%-354%, 继续维持高增长。

图98: 跟谁学19年前三季度实现营收11.8亿元, 同比增长449%



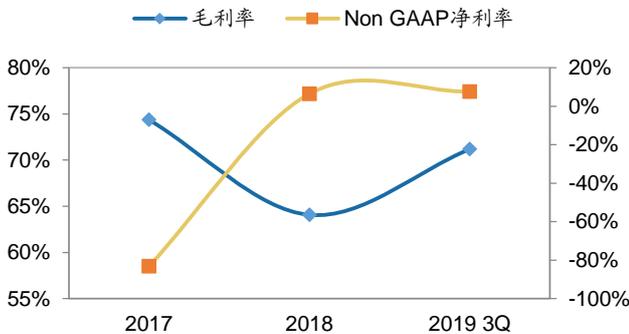
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图99: 跟谁学19年前三季度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100: 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101: 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

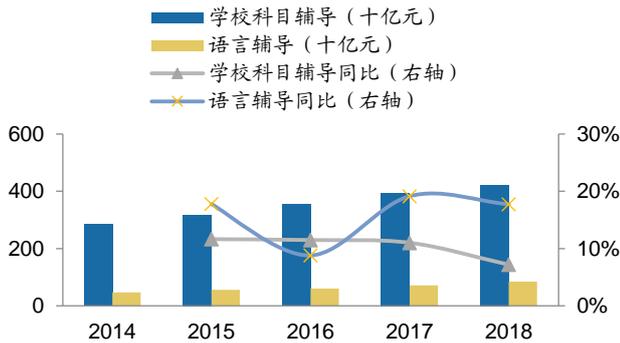
(四) K12: 政策引导行业规范化, 新东方好未来加速下沉市场布局

我国K12课外教辅市场规模巨大, 2018年K12课后教育服务市场规模达5064亿元, 同比增长8.8%; 其中学校科目辅导和语言辅导市场规模分别为4214亿元和850亿元, 同比分别增长7.2%和17.7%。K12课后教辅市场2014-2018复合增长率为11.1%。近年来市场规模增速有所回落。2018年, 参加K12课后服务的学生数量达5900万人, 同比增长3.0%。幼儿园、小学、初中和高中课后教辅参培率分别为31.7%、21.6%、36.8%和34.8%。近年来各学段参培率均有所提升, 其中幼儿园上涨最快, 2018年参培率较2014年提升6.0个百分点。目前K12课外线下辅导行业格局高度分散。由于受到师资、场地等因素的制约, 行业龙头存在难以以下探三、四线城市市场的问题。2017年K12课后辅导行业CR5仅为4.7%。

18年以来, 政府规范、整顿K12课外教辅行业政策频出。18年8月, 国务院办公厅发布《关于规范校外培训机构发展的意见》, 对校外培训机构场地、师资设置明确标准。课外教辅机构必须取得办学许可证。内容和进度不得超出国家标准和同期学校进度, 时间不得晚于20:30, 不得一次性收取超过3个月的费用。同年12月教育部等

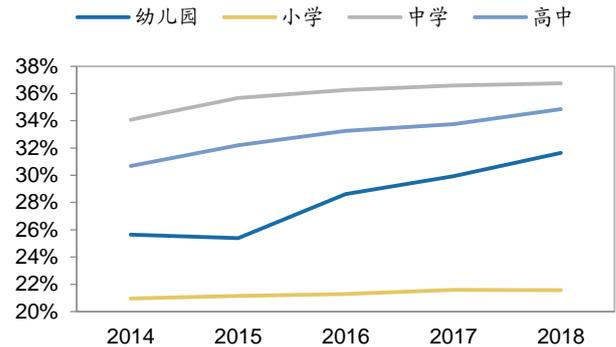
九部门联合下达的《关于印发中小学生减负措施的通知》进一步强调禁止设立重点班、实验班等。依照标准教学，控制作业量和考试次数，限制竞赛培优。校外机构严禁超标培训，控制培训时间同时禁止与升学挂钩。一系列规范和整顿K12课后教辅行业的政策有利于引导行业规范化，大量无证办学、胡乱收费的机构被取缔，或将带来行业集中度的提升，有利于行业长期健康发展。

图102: 2014-2018年国内K12课后教育服务市场规模



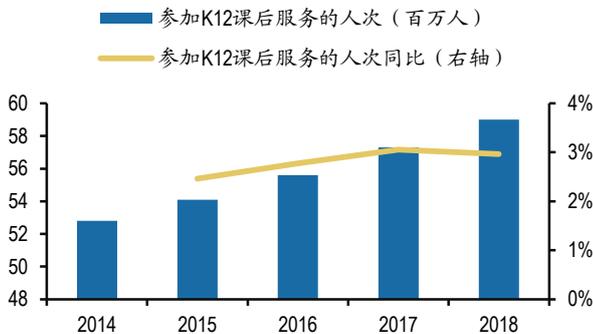
数据来源: 弗若斯特沙利文, 广发证券发展研究中心

图103: K12各学段课后教辅参培率



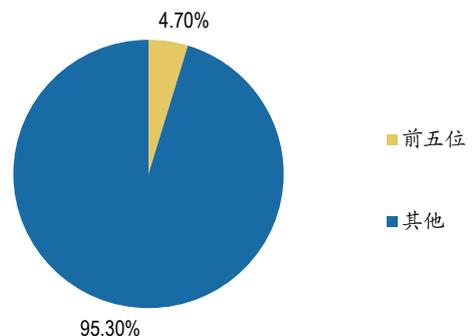
数据来源: 教育部, 弗若斯特沙利文, 广发证券发展研究中心

图104: 国内参加K12课后教辅的人次



数据来源: 弗若斯特沙利文, 广发证券发展研究中心

图105: 2017年K12课后教育服务行业CR5仅为4.7%



数据来源: 弗若斯特沙利文, 广发证券发展研究中心

新东方好未来增长稳健, 下沉市场布局加速

新东方19财年实现营收31亿美元, 同比增长26.5%, 14-19财年复合增速为22.1%。归母净利润为2.4亿元, 同比下降19.6%。盈利能力方面, 公司19财年毛利率和净利率分别为56%和8%, 同比分别下降0.9pct和4.4pct。费用方面: 19财年公司销售和管理费用率分别为12.4%和33.4%, 同比分别下降0.8pct和提升0.9pct。2020财年Q1营收为10.7亿美元, 同比增长4.6%; 净利润和Non GAAP净利润分别为2.1亿元和2.3亿元, 同比分别增长70%和25%。

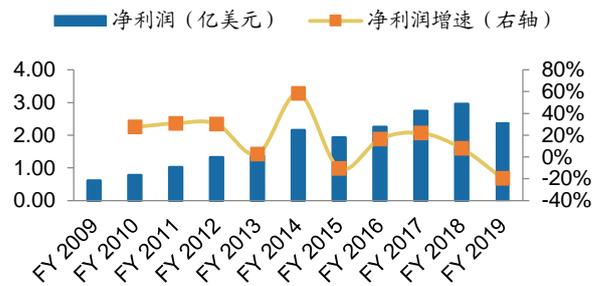
从经营情况来看: 学生人数方面,新东方19财年学生人数达840万,同比增长33.3%。2020财年Q1新东方学生人数达到260.9万人,同比增长50.4%。截止19年8月底,公司拥有1261个学习中心和学校,同比增长14.6%。

图106: 新东方19年实现营收31亿美元, 同比增长27%



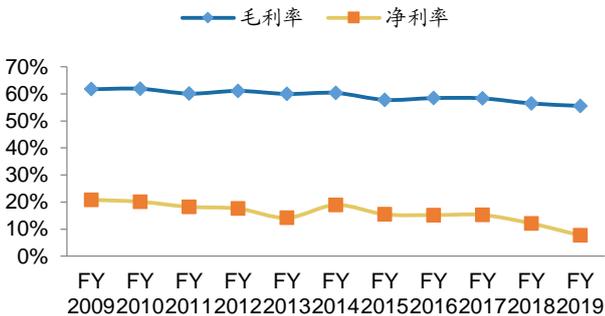
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图107: 新东方19年归母净利润同比下降19.6%



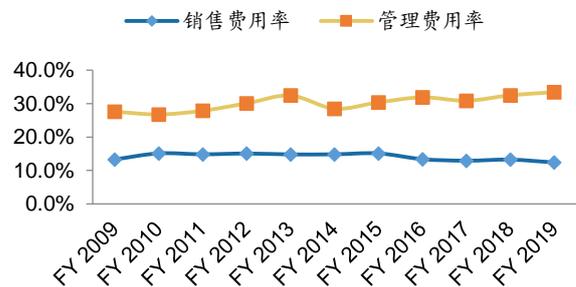
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图108: 新东方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109: 新东方各项费用水平

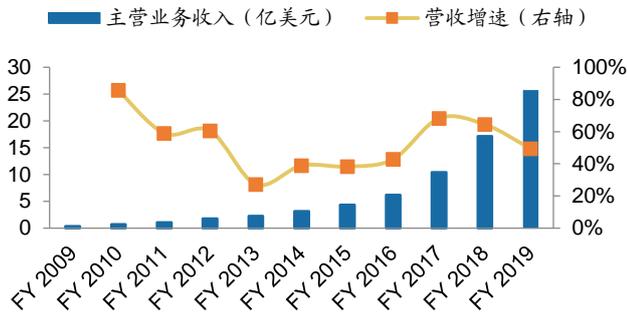


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

好未来19财年实现营收25.6亿美元, 同比增长49%, 净利润为3.7亿美元, 同比增长85%。盈利能力方面, 好未来盈利能力近年来稳步提升。19财年毛利率和净利率分别为55%和14%, 同比分别提升6pct和2.8pct。好未来19财年销售费用率为19%, 同比提升4.8个百分点; 管理费用率为23%, 同比基本持平。2020财年Q1、Q2营收同比分别增长27.6%和33.8%。受到暑期广告投放加大的影响, 好未来2020财年Q2亏损1440万美元。二季度好未来营销和市场费用达到2.6亿美元, 同比增长73.5%; 销售费用率达到28%, 同比提升6pct。

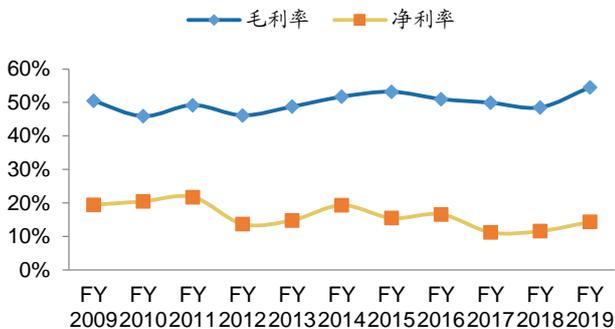
从经营情况来看: 好未来19财年学生人次达到1400万人, 17-19年复合增速为88.6%。2020财年Q2好未来长期班学生人数达到341万人, 同比增长54.5%, 延续高增长。公司近年来加速扩张, 截止2020财年Q2, 好未来学习中心已经覆盖了全国69个城市。

图110: 好未来19财年实现营收26亿美元, 同比增长49%



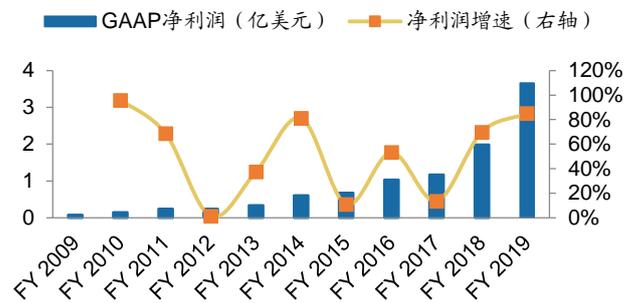
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图112: 好未来毛利率和净利率水平



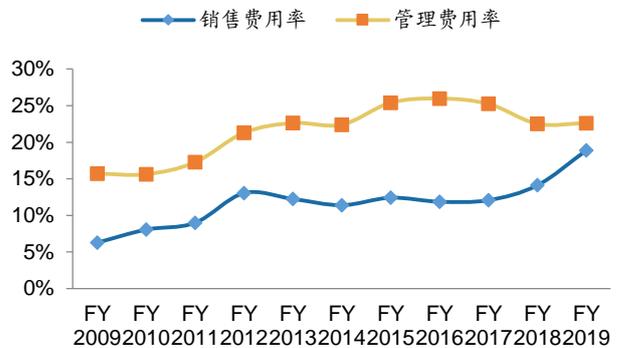
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图111: 好未来19财年归母净利润同比增长85%



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

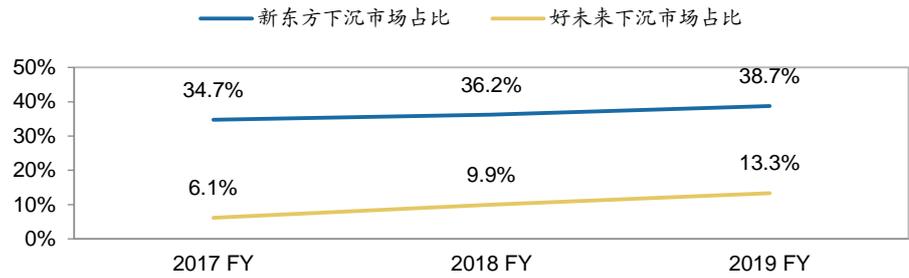
图113: 好未来各项费用水平



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

近年来新东方和好未来均加大了下沉市场的布局力度。根据19财年年报, 新东方三线及以下城市学习中心数量达到447家, 较18年增加87家, 其中三线城市为349家, 下沉市场学习中心数量占比达到38.7%。截止19财向好未来三线及以下城市学习中心数量达到90家, 较18年增加31家。三线及以下城市占比达到13.3%。

图114: 新东方、好未来三线及以下下沉市场学习中心占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(五) 高教: 政策风险减弱, 增长依赖外延并购

2018年港股高教板块受到民促法送审稿影响, 股价大幅下跌, 不过随着技术型人才需求的不断提高和政府对于民办高校的大力支持, 中国民办高等教育市场近年来一直保持稳步增长。根据《国家教育事业发展规划“十三五”规划》要求, 2020年高等教育在校学生人数目标为4130万人, 高等教育毛入学率目标为50%。因此我国毛入学率仍有较大提升空间。

民办高教准入门槛高, 行业格局分散, 外延并购是龙头主要扩张逻辑。根据弗诺斯特沙利文报告, 国内前五大民办高等教育集团市场份额仅约4%, 存在较大整合空间。国内高等教育受到教育部高度管控, 准入门槛较高。因此, 单体学校的内生增长有限(主要来自学费提价及专升本等), 但在重投入、高门槛的背景下, 民办教育集团上市后有望凭借资本优势实现并购扩张。

表19: 高等教育版块公司财务及估值

公司名称	公司代码	市值(亿元)	收入(亿元)				归母净利润(亿元)				PE-TTM	PE(20E)
			16A	17A	18A	19Q3	16A	17A	18A	19Q3		
中国高科	600730.SH	28.2	0.58	2.89	1.08	0.78	5.64	0.50	0.02	-0.02	-839.1	-
中教控股	00839.HK	221.0	9.33	9.92	0.00	9.81	4.11	4.29	0.00	3.00	33.7	22.3
希望教育	01765.HK	93.3	6.52	8.04	11.01	6.15	1.55	2.12	1.68	2.43	29.6	13.9
中国科培	01890.HK	77.6	3.52	4.60	5.92	3.68	1.79	2.31	3.42	2.45	16.7	13.6
新高教集团	02001.HK	43.2	3.94	5.11	7.07	5.58	1.12	2.33	2.43	2.01	12.9	8.3
新华教育	02779.HK	40.1	3.40	3.76	4.40	2.49	1.73	1.72	2.56	1.52	13.0	8.6

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

港股公司采用19年中报业绩数据, 2020年PE采用Wind一致预期, 截止2019年12月13日

七、观点：看好免税、酒店、职教等细分行业，三条主线优选公司

近几年社会服务行业增速在宏观经济下行背景也有回落，不过包括社服在内的多数消费行业龙头正在享受集中度提升，盈利能力向好的优势。我们认为，社服各个子行业免税、酒店、旅游、教育龙头公司中长期仍具有较好的成长性，并且从全球消费龙头PB-ROE分布来看，社服龙头整体偏低，估值仍有提升空间。我们继续看好增长确定性较强的免税行业，开店延续高增长周期性减弱的酒店行业，受益于政策规范集中度提升的教育行业，以及部分品牌优势及成长能力较强的景区和OTA龙头公司。

(1) 免税：行业将持续受益于中国居民高端消费的增长，渠道具备较强竞争力。我们看好免税行业未来三至五年较好的成长性，行业将持续受益于高端化妆品及奢侈品需求高增长、消费回流带来的国内免税渠道占比的提升以及市内店逐步推进。今年以来，国内免税仍维持快速增长，其中离岛免税维持30%以上增速，而机场渠道在部分目的地客流下滑预期下也有稳定增长。我们预计2018至2025年中国内地居民在境内购买奢侈品消费额复合增速将接近19%，而随着政策不断放宽，市内免税店有望丰富免税渠道门店，同时渠道渗透转化率持续提升，免税渠道前景将持续向好。中免在免税行业的占比已达到近90%，未来在规模、渠道、以及与品牌商的议价能力上将持续显示更高的壁垒和优势地位。

(2) 酒店：龙头正在加速成长，经济下滑韧性加强。酒店业受到宏观经济的影响相对显著，19年以来酒店业同店RevPar同比下滑3-6%，但同时行业内龙头护城河坚固。龙头公司新开店维持高速增长，盈利稳定增长，显示行业头部公司增长韧性。加盟业务由于开店数量呈现更高速增长，已经成为酒店龙头的主要盈利贡献。从中长期看，酒店是头部集中效应最强的赛道之一，龙头公司一方面将在未来3-5年维持稳健的新开店速度，另一方面门店结构也在不断优化，龙头盈利仍将保持较强的韧性，估值或进一步提升。

(3) 旅游：行业整体增速放缓，头部公司竞争力显现。近年来门票降价政策导致自然景区类上市公司经营整体承压，但同时有助于倒逼景区向市场化项目转型；而随着人均收入提升，城市周边游的需求持续向好，人造景区是中国下个城镇化阶段成长性突出的消费赛道。出境游方面，19年上半年内地居民出国游增速有所放缓。未来旅行社和OTA龙头将持续受益于消费升级带来的出境游及高端旅游产品需求的增长，同时凭借上游旅游资源的整合能力、产品开发和品牌力进一步提升市占率，OTA龙头或将通过下沉市场扩张和国际化布局打开新的增长空间。

(4) 教育：强者恒强，看好职教和K12教培赛道。职业教育方面，近年来利好政策频出，此外就业压力下招录考试报名人数持续增加，竞争激烈有望带来参培率的同步提升。而产业升级也为职业技能培训带来较大空间；K12教培方面：去年以来政策对K12教培行业整顿力度加大，行业规范度和集中度有望逐步提升。我们看好受益于政策支持的职业教育行业以及逐步规范后集中度提升的K12教培行业，同时下沉市场的消费活力和对优质教育资源的需求也将长期利好职教和K12教培发展。

A股重点看好公司概括为三类主线：

(1) 细分赛道景气度高，盈利增长确定性较强的中国国旅和中公教育：中国国旅（离岛免税有望维持高增长，北京、上海市内店开业将带来公司新一轮增长，未来三至五年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增长）；**中公教育**（长期受益于政策支持，同时多品类布局有助于形成协同效应，规模效应有望进一步凸显）。

(2) 受益于宏观经济增长趋稳，集中度提升的酒店行业 and 人力资源管理行业龙头：锦江酒店、首旅酒店（未来三年新开店维持高增长，门店结构也持续优化，盈利仍将保持较强的韧性，估值或进一步提升）；**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）

(3) 自下而上受益于品牌优势及高速扩张的景区和K12龙头：宋城演艺（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）；**立思辰**（品牌力凸显，大语文业务高速增长）；**凯文教育**（招生规模逐步增长，盈利进入趋势性拐点期）。

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。

八、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 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

营业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。