

消费升级持续，优选景气赛道，聚焦细分龙头

——行业投资策略报告

行业投资策略

姚轩杰（分析师）

010-69004656

yaoxuanjie@xsdzq.cn

证书编号：S0280518010001

● 2019年经济承压消费结构改善，社服行业景气度分化

受宏观经济影响，社零增速仍处下降通道，但居民教育、旅游等消费支出持续增长，消费结构长期升级。2019年中信消费者服务指数上涨30.49%，沪深300指数上涨36.07%，跑输大盘（沪深300）5.58%，在中信一级行业中排名第10。免税、人工景区和职业教育表现靓丽，出境游、酒店、自然景区等子板块则表现相对平淡。

● 行业景气度分化，持续看好免税、人工景区及职业教育

免税行业：景气持续，未来仍有增长空间。首先，国人出境游消费全球贡献达20%，回流空间大；其次，离岛免税仍有空间，海口仍是免税建设洼地，未来可对比三亚海棠湾免税城；最后，扩内需背景下，市内免税店政策可期。
景区：人工景区依靠其可复制性强，休闲程度高，服务设施多，且可供夜间游产品获得游客青睐，其市场表现有望持续靓丽。

餐饮：集中度持续提高，竞争将下沉到三线及以下城市。标准化程度高、厨师依赖度低、可复制的大型连锁餐饮公司（快餐、面点、火锅）将受益。

酒店：受宏观经济下行压力影响，酒店业整体承压，RevPAR及Occ承压明显，出现同比下滑甚至负增长。酒店业尚需等待经营数据回暖。

出境游：截至2019Q3累计出境游约1.2亿人次，同比增长8.5%。受OTA冲击，传统旅行社业绩放缓，关注龙头旅行社业务结构转变及经营数据改善。

职业教育：就业压力下，人才招录考试及专业资格考试热度持续上升，参考人数及参培率双增长，市场空间仍广；在政策红利及技能型人才需求下，职业教育学校和培训机构将受益，职教学生数和职教市场规模均会增长。

K12校外培训：K12教育受众广，需求刚性强，潜力巨大。在严监管背景下，龙头机构有望抢占小机构退出市场后的份额，提高自身市占率。

教育信息化：教育信息化2.0行动计划启动，从产品需求和产品成熟度上看，硬件设备将受益，包括多媒体教室配件及智慧校园相关设备。

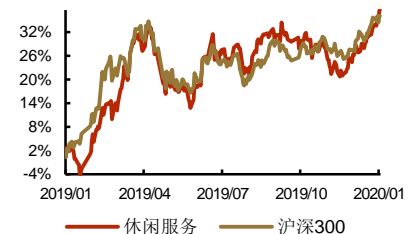
● 推荐估值低洼酒店龙头，持续推荐免税、景区和教育龙头公司

推荐估值低洼酒店业龙头及细分板块龙头优质公司。酒店业及龙头首旅酒店、锦江酒店均处于估值低洼，待经营数据回暖，估值将逐渐修复。免税行业中国国旅，公司规模效应尽显，扩张脚步不止，牌照红利逻辑长期成立；人工景区宋城演艺，可复制性与休闲化程度高，二轮扩张助推业绩持续增长；餐饮龙头海底捞，IP辨识度高，一二线城市店面稳健发展，三线及以下城市开店前景广阔；中公教育，公考市场第一的地位难以撼动，教考、考研和其他职业考试迅猛发展，将维持高增长态势；中国东方教育，中国最大的职业技能教育提供商，其烹饪技术、信息技术及汽车服务市占率均位居行业第一，未来在校学生数量和客单价都会持续提升；新东方在线竞争优势明显，将享受行业规模扩张的红利并借机扩大市场份额；视源股份教育用交互智能平板市占率第一，规模优势及竞争比较优势明显，研发能力助力长期持续增长。

● **风险提示：**政策风险、市场竞争风险、公司经营扩张风险

推荐（维持评级）

行业指数走势图



相关报告

《迎供需双重利好，未来5年冰雪游收入或超1.1万亿增近2倍》2020-01-12

《我国建职业技能等级制度，利好职培机构业务增量》2020-01-05

《2020年促进旅游消费措施或逐步落地，教育行业头部效应确立》2019-12-29

《反向春运促城市旅游淡季不淡，职教素质教育是明年投资重点》2019-12-22

《旅游政策加码利好景区和酒店，13家教育公司上市好于去年》2019-12-15

目 录

1、 经济承压消费结构改善，社服行业景气度分化.....	5
1.1、 消费增速承压放缓，消费结构持续改善.....	5
1.2、 社服行业表现回顾：内部景气度分化.....	6
1.3、 行业展望：聚焦优质龙头和需求潜力及政策兑现板块.....	9
2、 免税行业：成长性仍劲，中国国旅龙头地位稳固.....	9
2.1、 行业持续景气，需求回流空间大，市内免税政策可期.....	9
2.2、 中国国旅龙头地位稳固，布局免税全业态促持续增长.....	12
3、 景区行业：内部景气分化，宋城演艺二轮扩张助力增长.....	13
3.1、 人工景区享受政策利好，自然景区门票承压影响业绩.....	13
3.2、 宋城演艺：千古情系列口碑优秀，二轮扩张助力增长.....	16
4、 餐饮行业：看好城市下沉，关注易标准化连锁龙头.....	17
4.1、 社会餐饮收入增速领先社零增速，餐饮业未来在下沉市场.....	17
4.2、 海底捞：火锅连锁市场前景宽阔，易标准化助推扩张盈利.....	18
5、 酒店行业：业绩承压尚待回暖，估值低洼可关注布局.....	19
6、 出境游行业：增速承压放缓，OTA 加剧竞争.....	21
7、 职教行业：政策红利持续释放，考试和技能培训仍具潜力.....	22
7.1、 支持政策加码，考试和技能培训市场需求旺盛.....	22
7.2、 中公教育：考培市场龙头地位稳固，需求带动业绩增量.....	24
7.3、 中国东方教育：技能培训市场龙头，学员及单价均有增长空间.....	24
8、 K12 培训行业：合规趋严，龙头企业有望提升市占率.....	25
8.1、 校外培训合规监管趋严，行业头部效应确立.....	25
8.2、 新东方在线：在线教育龙头公司，K12 培训业务前景广阔.....	27
9、 教育信息化：教育信息化 2.0 行动计划，硬件设备受益.....	28
9.1、 教育信息化转段升级，硬件设备市场潜力大.....	28
9.2、 视源股份：国内交互智能平板市占率第一，竞争优势支撑增长.....	29
10、 投资策略建议：优选确定性高的优质龙头.....	30

图表目录

图 1： 社零累计名义增速超过 GDP 累计名义增速.....	5
图 2： 2019 年社零累计名义增速较上一年降幅趋稳.....	5
图 3： 2019Q3 全国居民人均消费支出实际增速回升.....	5
图 4： 农村居民消费支出增速及边际消费倾向更高.....	5
图 5： 教育文化娱乐、医疗保健、居住消费增长更快，超过消费总支出增速.....	5
图 6： 消费结构改善，教育文化娱乐、医疗保健、居住支出占比提高.....	6
图 7： 中信消费者服务指数 2019 年走势.....	6
图 8： 中信一级行业指数 2019 年涨跌幅.....	6
图 9： 景区（中信）指数 2019 年走势.....	7
图 10： 2019 年人工景区和自然景区市场表现.....	7
图 11： 免税行业 2019 年走势.....	7
图 12： 旅行社 2019 年市场表现.....	7
图 13： 酒店（中信）指数 2019 年走势.....	7
图 14： 餐饮（中信）指数 2019 年走势.....	7
图 15： 2019.1-11 教育（中信）指数走势.....	8
图 16： 2019.12 中信教育子行业指数月涨跌幅情况.....	8

图 17: A 股部分消费者服务个股 2019 年涨跌幅情况	8
图 18: 2009-2018 中国出境游消费及对全球贡献	9
图 19: 2012-2018 中国免税业规模增长情况	9
图 20: 2019.1-11 韩国免税外国人销售额及增长率	10
图 21: 2019.1-11 韩国免税外国人购物人次及增长率	10
图 22: 2019.1-11 韩国免税外国人人均消费及增长率	10
图 23: 2019 年 11 月韩国免税销售额按购物地分布	10
图 24: 2012-2019H1 海南离岛免税规模及增长	11
图 25: 2012-2019H1 海南离岛免税渗透率	11
图 26: 2018 年中国国旅免税市占率大幅提升	12
图 27: 中国国旅免税营收及毛利逐年增长	12
图 28: 2019H1 中国国旅免税收入构成情况	13
图 29: 三亚免税城营收及购物人次逐年增长	13
图 30: 景区个股年初至今涨跌幅情况	13
图 31: 2014-2018 演艺市场票房收入情况	14
图 32: 2014-2018 旅游演出总场次变化	14
图 33: 全国 36 城旅游景点门票价格同比下降	15
图 34: 主要自然景区人均消费出现下滑(元)	15
图 35: 主要自然景区接待旅客人次增长受阻(万人)	15
图 36: 主要自然景区收入出现下滑(百万元)	15
图 37: 主要自然景区收入同比增速(%)	15
图 38: 宋城演艺主要项目经营收情况	16
图 39: 宋城演艺毛利率逐渐改善	16
图 40: 2019.1-11 社会餐饮收入同比增长 9.4%	17
图 41: 2019.1-11 限额以上社会餐饮收入同比增长 7.2%	17
图 42: 社会餐饮收入同比增速超过社零总额增速	17
图 43: 火锅及其他中餐市场规模增长预测	18
图 44: 火锅市场规模及增速预测	18
图 45: 海底捞中国大陆及海外营收情况	18
图 46: 海底捞门店扩张迅速, 且逐渐下沉	18
图 47: 海底捞营业开支及利润率情况	19
图 48: 海底捞门店翻台率情况	19
图 49: 2008-2018 年住宿业收入增速下滑	19
图 50: 2008-2018 年住宿业客房增速下滑	19
图 51: 2011Q1-2019Q3 星级酒店经营情况	19
图 52: 五星级酒店近 4 年来经营情况	19
图 53: 四星级酒店近 4 年来经营情况	20
图 54: 三星级酒店近 4 年来经营情况	20
图 55: 锦江酒店 2019 年 Occ 同比持续下滑	20
图 56: 首旅酒店 2019 年单季 RevPAR 同比下滑	20
图 57: CS 酒店指数 PE-Band (TTM)	20
图 58: 首旅、锦江 PE(TTM)均处于低位	20
图 59: 2009-2019Q3 我国出境游人次增长情况	21
图 60: 2009-2018 出境游渗透率情况	21
图 61: 众信、凯撒营业收入同比增速放缓	21
图 62: 众信、凯撒归母净利润同比增速转负	21
图 63: 2007-2020 国考实际参考人数及通过率情况	22

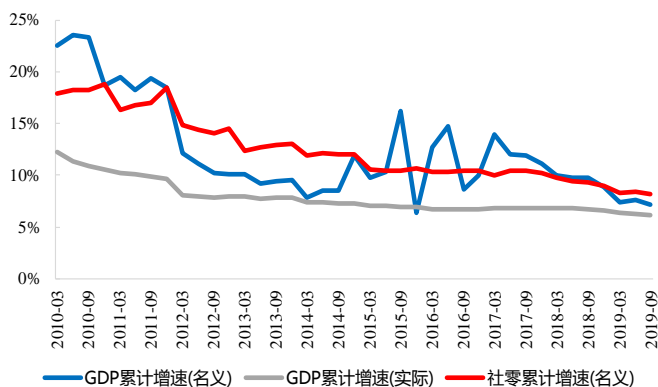
图 64: 2013-2022E 公务员 考试参培率情况	22
图 65: 考研报名人数持续快速增长	22
图 66: CPA 专业阶段报名及出考情况	22
图 67: CPA 综合阶段报名及出考情况	23
图 68: CPA 考试通过率情况	23
图 69: 2013-2020E 职业教育市场规模 (亿元)	23
图 70: 2008-2018 年中、高职教育招生人数 (万人)	23
图 71: 中公教育营收及净利润增长情况	24
图 72: 中公教育协议班比例及客单价情况	24
图 73: 中国东方教育营收及同比增速	24
图 74: 中国东方教育六大职业方向营收结构 (百万)	24
图 75: 义务教育阶段在校生人数 (万人)	25
图 76: K12 教育市场规模及增速	25
图 77: 2010 年至今高考报名及录取情况 (万人)	25
图 78: 2016-2019 财年公司营业收入 (百万)	27
图 79: 2016-2019 财年公司付费学生人次及平均支出	27
图 80: 2013-2022E 校外培训付费学生人数	27
图 81: 2013-2022E 校外在线培训市场规模	27
图 82: 2016-2019 财年 K12 教育收入及占比	28
图 83: 2013-2019 财年公司付费学生人次及平均支出	28
图 84: 2015-2019H1 公司交互智能平板营收及毛利率	30
图 85: 2015-2019Q3 公司研发支出及其营收占比	30
图 86: 交互智能平板营收及毛利率比较 (亿元, %)	30
图 87: 交互智能平板销量及单价比较 (万台, 元)	30
表 1: 社服细分板块龙头公司业绩及市场行情	8
表 2: 2011-2019 年海南离岛免税政策脉络	11
表 3: 现阶段市内免税店介绍	12
表 4: 校外培训机构规范政策主要内容	26
表 5: 教育信息化 2.0 行动计划	28
表 6: 2019 年前三季度教育信息化和网络安全工作情况	29
表 7: 推荐标的盈利预测	31

1、经济承压消费结构改善，社服行业景气度分化

1.1、消费增速承压放缓，消费结构持续改善

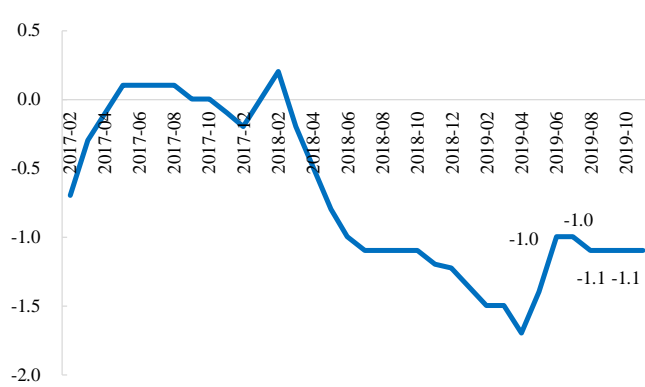
受宏观经济影响，社会消费品零售总额增速仍处于下降通道中，但社零累计名义增速自 2018Q4 以来一直超过 GDP 名义增速，2019Q3 社零累计名义增速 8.20%，GDP 累计名义增速 7.21%。2019 年 11 月社零当月同比名义增速 8.00%，1-11 月累计同比名义增速 8.00%，分别较 2018 年同期增速下降 0.1pct、1.10pct。

图1：社零累计名义增速超过 GDP 累计名义增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

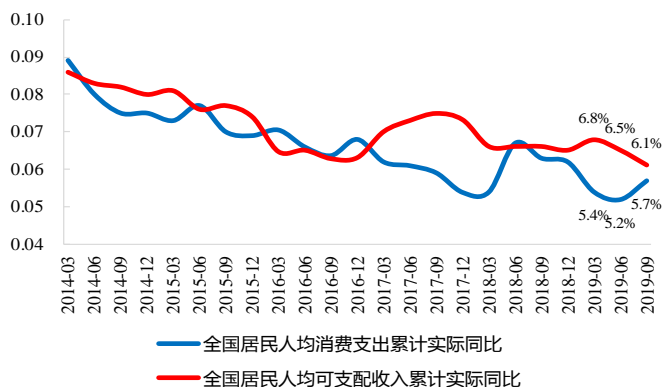
图2：2019 年社零累计名义增速较上一年降幅趋稳



资料来源：Wind，新时代证券研究所

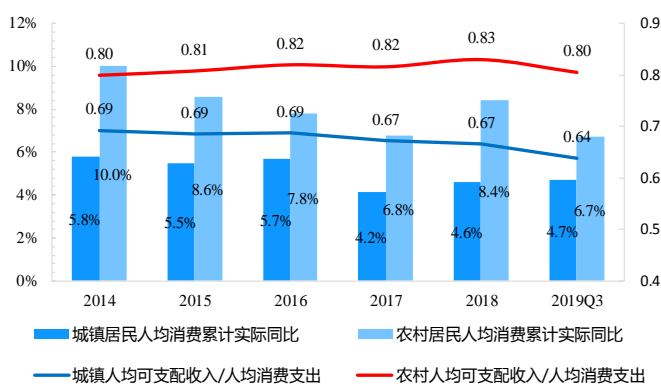
从居民消费来看，2019 年 1-9 月全国居民人均可支配收入 22882 元，实际同比增速 6.1%，较 1-6 月下降 0.4pct；全国居民人均消费支出 15464 元，实际同比增速 5.7%，消费支出增速较 1-6 月回升 0.5pct。现阶段，农村居民消费支出增速仍高于城镇居民，2019 年 1-9 月，城镇居民消费支出实际同比增速 4.7%，农村居民消费支出实际同比增速 6.7%，较前者高出 2 个百分点。如果用居民消费支出/可支配收入来代表居民边际消费倾向，可以发现，农村居民消费边际倾向长期高于城镇居民，且差距有扩大趋势。2014 年农村居民边际消费倾向为 0.80，高出城镇居民约 0.11，至 2019 年三季度，农村居民边际消费倾向仍保持 0.80，但高出城镇居民约 0.16。

图3：2019Q3 全国居民人均消费支出实际增速回升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

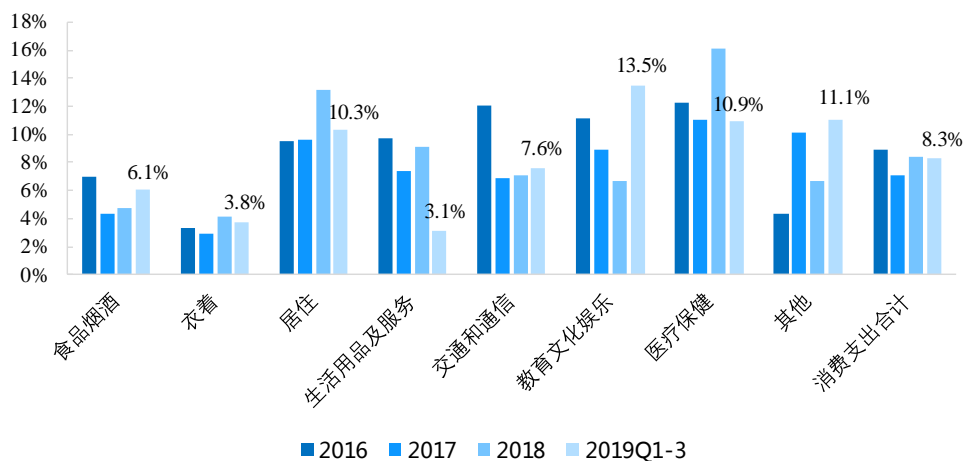
图4：农村居民消费支出增速及边际消费倾向更高



资料来源：Wind，新时代证券研究所

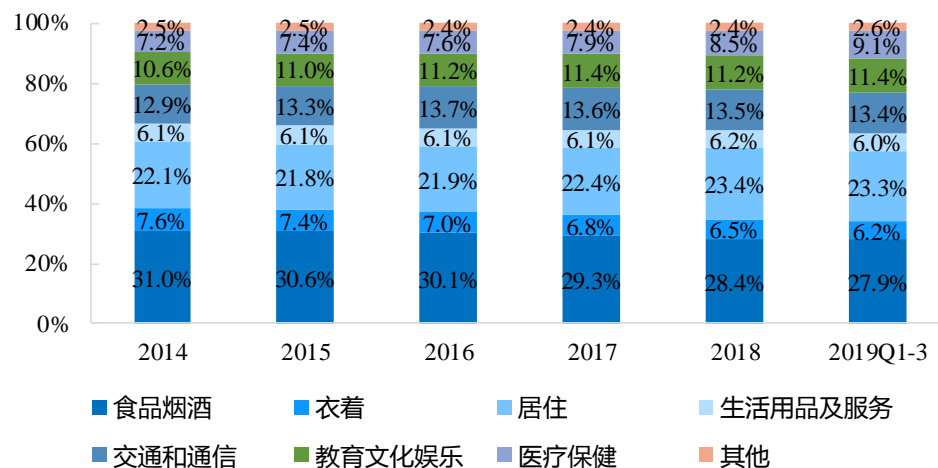
从居民消费结构上看，整体结构改善，消费呈现升级趋势，食品烟酒及衣着支出占比下降，而教育文化娱乐服务、医疗保健支出增长较快，占比提高。这说明居民对教育、文化、旅游娱乐等服务的需求在增长，利好社服行业整体景气度。

图5：教育文化娱乐、医疗保健、居住消费增长更快，超过消费总支出增速



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图6: 消费结构改善, 教育文化娱乐、医疗保健、居住支出占比提高



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

1.2、社服行业表现回顾: 内部景气度分化

受宏观经济下行压力影响, 社服行业整体表现相对平稳, 中信消费者服务指数 2019 年上涨 30.49%, 沪深 300 指数上涨 36.07%, 跑输大盘 (沪深 300) 5.58%, 在中信一级行业中排名第 10。

图7: 中信消费者服务指数 2019 年走势

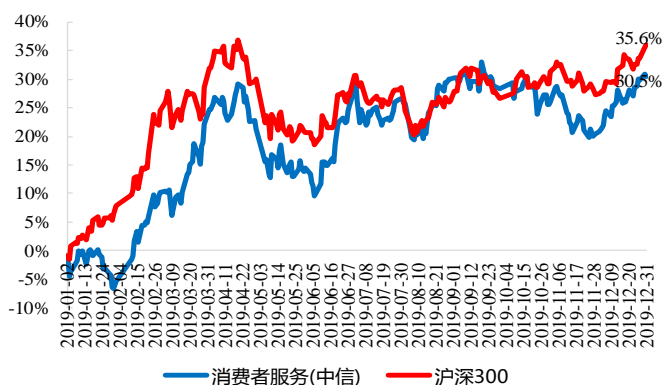
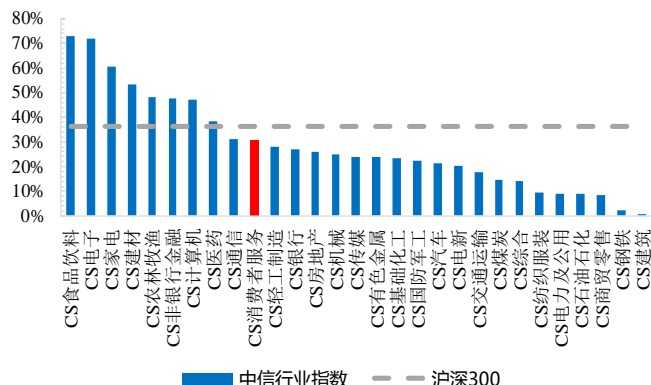


图8: 中信一级行业指数 2019 年涨跌幅



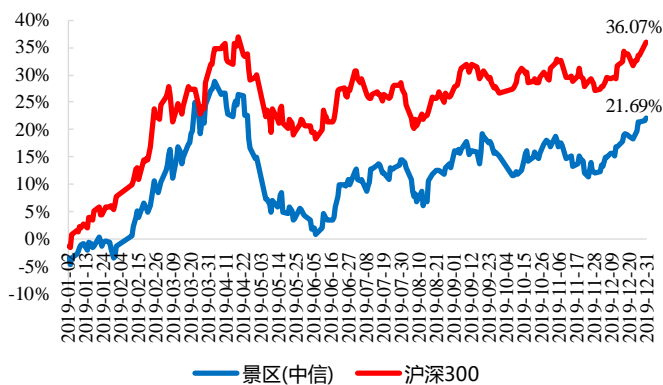
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

行业内部景气度出现分化。从 2019 年市场行情上看, 中信消费者服务子行业指数中, 景区上涨 22.04%, 旅行社(含免税)上涨 41.22%, 酒店上涨 24.79%, 餐饮上涨 0.38%, 教育(截至 2019 年 11 月 29 日)上涨 44.50%。具体来看, 免税及人工景区表现靓丽; 教育受到职教政策利好及 K12、职业资格考试、人才招聘考试市场需求支撑, 表现也相对靓丽。其他子板块表现则相对平淡。

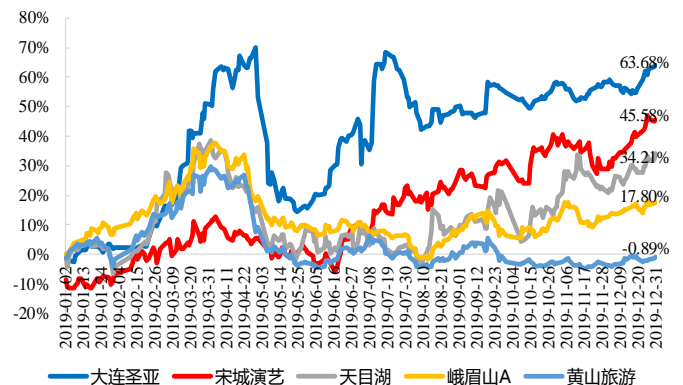
景区子板块, 整体表现弱于沪深 300, 但内部分化明显, 人工景区表现最佳, 大连圣亚、宋城演艺 2019 年分别上涨 63.68%、45.58%, 超过沪深 300, 而自然景区市场行情相对较弱, 其主要原因是自然景区门票价格下降致使业绩承压。

图9: 景区(中信)指数 2019 年走势



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

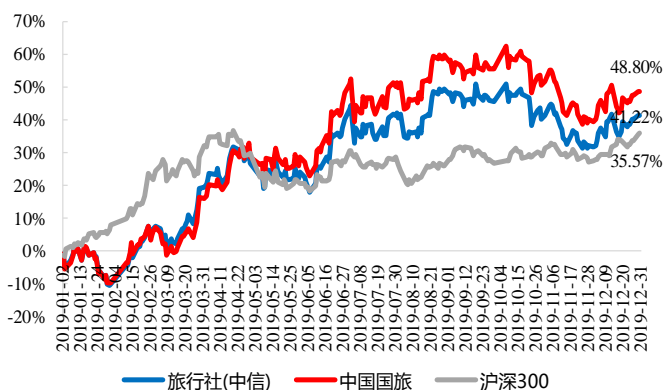
图10: 2019 年人工景区和自然景区市场表现



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

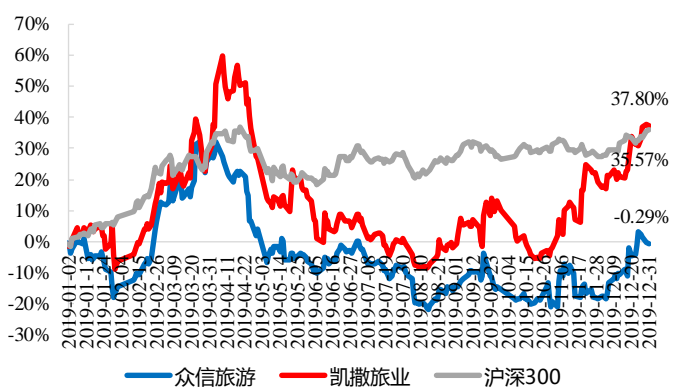
免税景气度保持高位, 市场表现良好。中国国旅 2019 年上涨 48.72%, 领先沪深 300 指数 12.65%。由于中信旅行社指数在 2019 年 12 月前均包含中国国旅, 带动指数上涨, 因此旅行社指数 2019 年上涨 41.22%。但从内部来看, 传统旅行社受出境游增速下滑及 OTA 竞争加剧影响, 市场表现相对平淡, 凯撒旅业 2019 年上涨 37.20%, 仅高出沪深 300 指数 1.13%, 众信旅游则下跌 0.93%。

图11: 免税行业 2019 年走势



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图12: 旅行社 2019 年市场表现

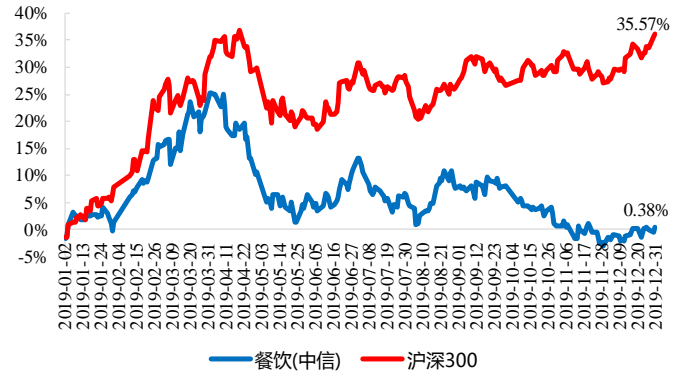
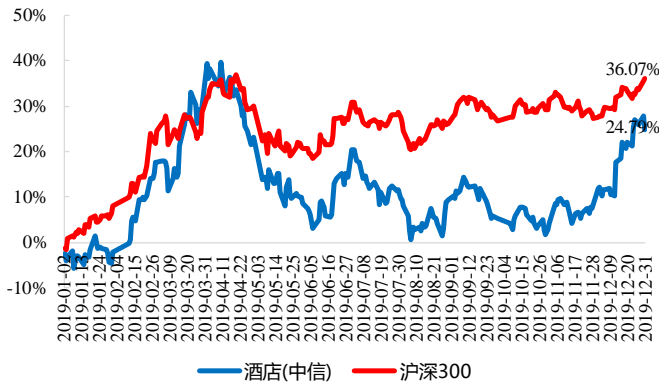


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

酒店和餐饮子板块, 酒店业绩承压明显, 整体走势弱于沪深 300, 处于估值低位, A 股餐饮表现相对较差, 缺乏可复制性强、易下沉的连锁龙头。

图13: 酒店(中信)指数 2019 年走势

图14: 餐饮(中信)指数 2019 年走势

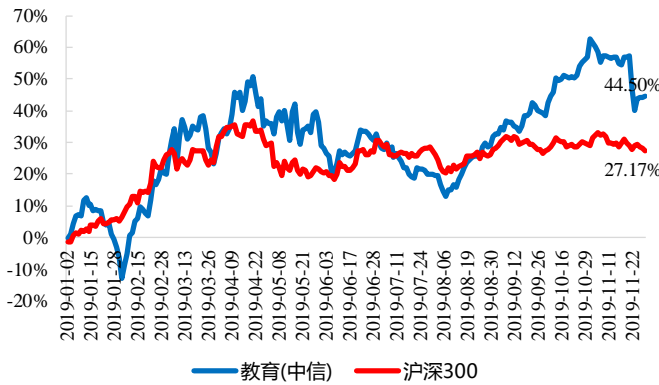


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

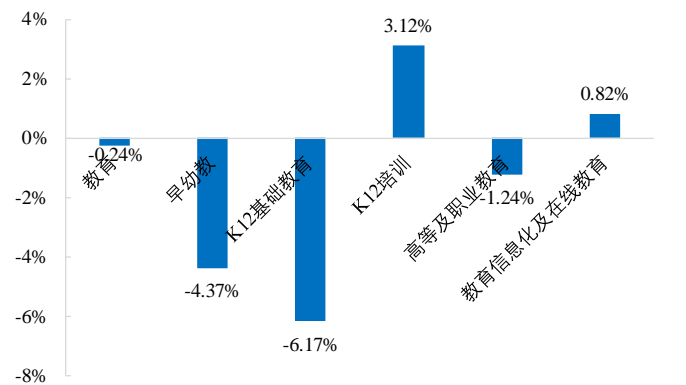
教育板块整体走势相对靓丽,教育(中信)指数(截至2019年11月29日)上涨44.50%,跑赢大盘(沪深300)。这主要是职业资格考试及人才招聘考试需求旺盛,K12教育需求刚性强的结果。

图15: 2019.1-11 教育(中信)指数走势



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

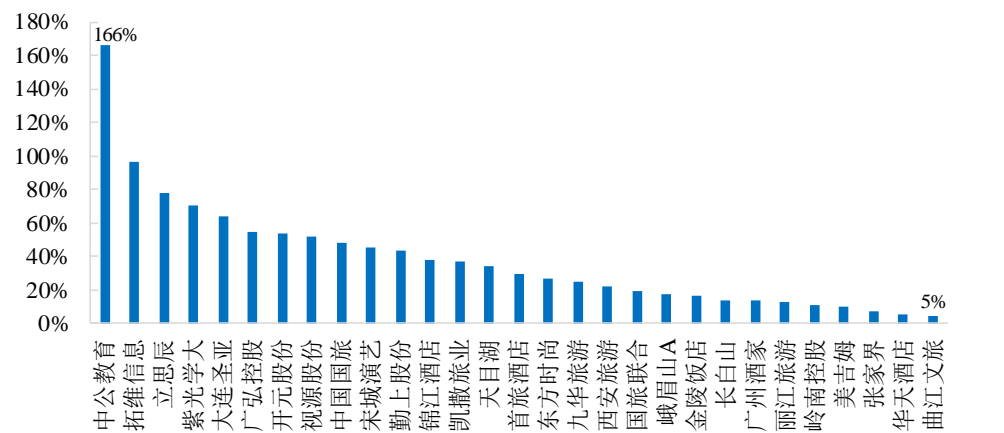
图16: 2019.12 中信教育子行业指数月涨跌幅情况



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

个股方面,旅游板块大连圣亚、中国国旅、宋城演艺2019年涨幅最大,分别为64.06%、48.72%、45.58%;教育板块中公教育、拓维信息、立思辰2019年涨幅最大,分别为166.40%、96.21%、77.82%。

图17: A股部分消费者服务个股2019年涨跌幅情况



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

表1: 社服细分板块龙头公司业绩及市场行情

细分板块	龙头公司	2019年涨	2019年末	2017	2018	2019Q3 (港股 2019H1)
------	------	--------	--------	------	------	--------------------

		跌幅(%)	市值(亿元)	营收(亿元)	增速	营收(亿元)	增速	营收(亿元)	增速
免税	中国国旅	48.72	1737	283	26.3%	470	66.2%	356	4.3%
景区	大连圣亚	64.06	56	3	14.6%	3	0.8%	3	-8.0%
	宋城演艺	45.58	449	30	14.4%	32	6.2%	22	-10.7%
餐饮	海底捞	82.89	1486	107	36.2%	170	59.5%	117	59.3%
酒店	首旅酒店	29.92	204	84	29.0%	85	1.5%	62	-2.2%
	锦江酒店	38.30	275	136	27.7%	147	8.2%	113	3.0%
出境游	凯撒旅业	37.20	73	80	21.2%	82	1.7%	59	-14.2%
	众信旅游	-0.93	55	120	19.2%	122	1.2%	95	1.7%
职业教育	中公教育	166.40	1103	67	1.6%	62	54.7%	62	47.7%
	中国东方教育	64.52	320	29	22.0%	33	14.5%	18	26.6%
K12 培训	新东方在线	82.35	156	4	33.6%	7	45.7%	9	41.4%
教育信息化	视源股份	51.74	562	109	31.9%	170	56.3%	130	8.3%

资料来源: Wind, 新时代证券研究所 (新东方在线财务数据分别对应其 2017-2019 财年)

1.3、行业展望: 聚焦优质龙头和需求潜力及政策兑现板块

尽管经济增速放缓, 社服行业作为可选消费将会承压, 但是从居民消费数据上看, 一方面, 增速放缓下边际消费倾向下降并不明显, 农村居民消费倾向仍然处于高位, 消费下沉有空间; 另一方面, 消费结构持续改善, 消费观念转变、消费升级、供给侧改革深化都将有利于可选消费的增长。此外, 从国民出境游消费情况来看, 中国旅客仍然具备较大的购买力, 未来内需潜力广阔。因此, 我们认为社服行业将受益于内需潜力的进一步挖掘。

政策方面, 2019 年也是政策红利年。旅游消费及职业教育板块均出台了相关利好政策, 而 K12 培训则出台了规范化措施, 课外培训市场严监管成为常态化。在政策到位后, 2020 年将是政策落地兑现期, 旅游提质扩容、削峰平谷等措施落地将利好景区及酒店, 职业教育政策将利好职业培训机构, K12 培训市场严监管将有利于市场整合, 是龙头企业的机会。

因此我们认为 2020 年的投资思路是, 把握高景气度细分行业内确定性高的龙头公司, 持续推荐免税龙头中国国旅, 人工景区龙头宋城演艺, 餐饮龙头海底捞, 职业教育龙头中公教育及中国东方教育, K12 在线教育龙头新东方在线, 教育信息化业内龙头视源股份; 同时推荐关注处于估值低洼的酒店龙头首旅酒店及锦江酒店。

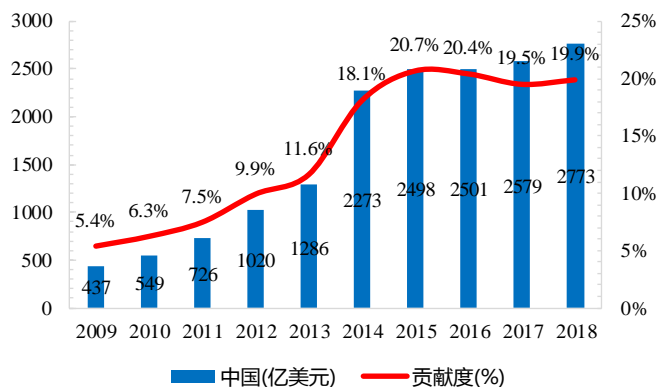
2、免税行业: 成长性仍劲, 中国国旅龙头地位稳固

2.1、行业持续景气, 需求回流空间大, 市内免税政策可期

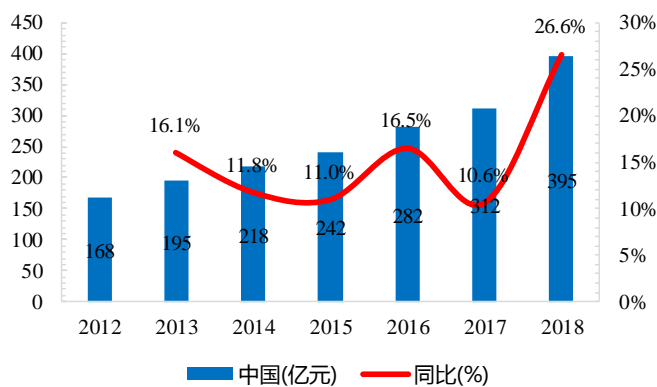
免税行业景气持续, 免税业规模继续攀升, 我们认为未来免税业仍有增长空间, 仍是旅游板块的好赛道。首先, 国内免税行业增长快, 中国旅客出境游消费增长快, 这说明中国游客购买力仍然强劲, 行业将持续景气。2018 年中国免税业总规模达到 395 亿元, 同比增长 26.6%。根据世界旅游组织 (UNWTO) 统计, 2018 年中国出境游花费约 2773 亿美元, 对全球出境游贡献度达 20%。奢侈品消费方面, 2018 年中国人在境内外奢侈品消费达 7700 亿美元, 占全球三分之一; 免退税方面, 全球“精英”国际旅客中, 中国大陆及港澳台地区旅客占 39%, 中国人免税消费对韩国贡献超 70%, 对迪拜贡献度达 16%。

图18: 2009-2018 中国出境游消费及对全球贡献

图19: 2012-2018 中国免税业规模增长情况



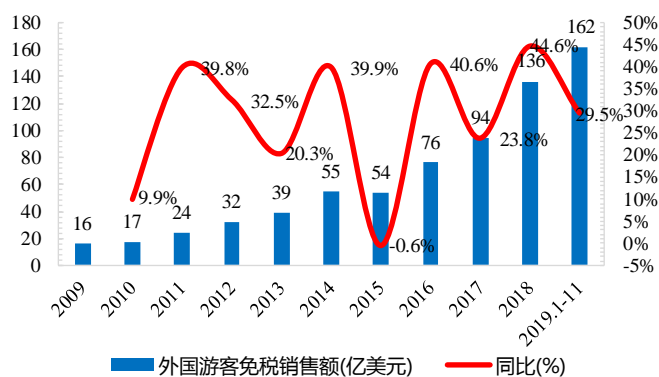
资料来源：UNWTO，新时代证券研究所



资料来源：商务部，Moodie Davitt，新时代证券研究所

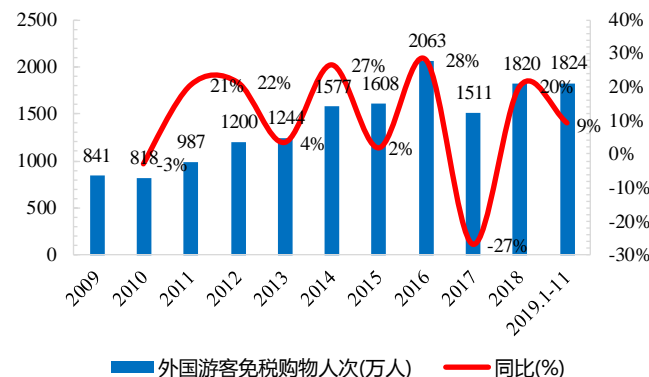
其次，韩国免税店销售持续高增长也侧面印证免税消费需求持续强劲，免税业景气度保持高位。2019年11月韩国免税店外国游客销售额达16.82亿美元，同比增长43.39%，1-11月累计销售额161.87亿美元，累计同比增长29.47%；11月外国游客购物人次达172万人，同比增长12.18%，人均消费约978美元，同比增长约27.82%。2019年1-11月韩国免税销售总额约193.75亿美元，按照中国旅客对韩国免税业贡献度超70%估算，那么中国旅客在韩免税消费达135.63亿美元。如果这部分消费未来能回流，无疑能为国内免税业带来近千亿元的增长，因此未来消费回流空间广阔，叠加宏观扩大内需促进消费的背景，我们认为未来境外免税消费将逐步回流至国内。

图20: 2019.1-11 韩国免税外国人销售额及增长率



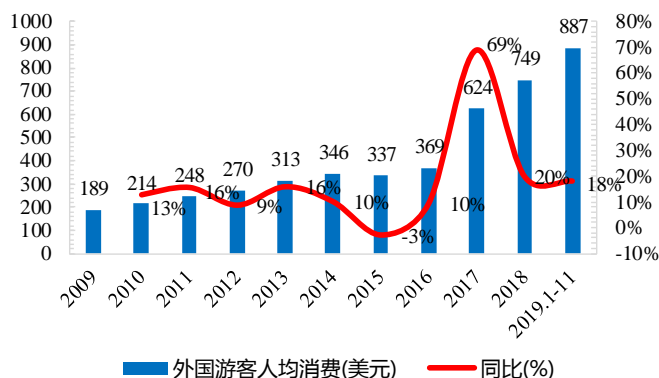
资料来源：KDFA，新时代证券研究所

图21: 2019.1-11 韩国免税外国人购物人次及增长率



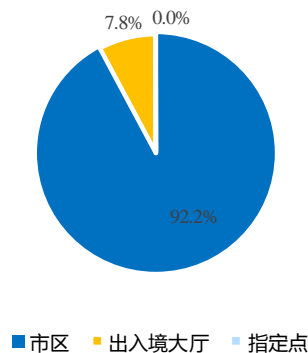
资料来源：KDFA，新时代证券研究所

图22: 2019.1-11 韩国免税外国人人均消费及增长率



敬请参阅最后一页免责声明

图23: 2019年11月韩国免税销售额按购物地分布



资料来源：KDFA，新时代证券研究所

资料来源：KDFA，新时代证券研究所

再者，国内海南离岛免税方面，一是政策持续利好，二是免税渗透率有提升空间。海南离岛免税政策经过6次调整，8年进化，对政策适用对象的年龄、离岛方式、购物次数、购物限额、购物商品品种等逐步完善，持续释放政策红利，推动离岛免税发展。免税店数量从海口、三亚2家增加至海口2家、三亚1家、博鳌1家共4家，其中海口美兰机场和三亚国际免税城均设置网上销售窗口，游客可以通过官方网站、官方APP或微信公众号链接进行网上购物，现场提货离岛。同时，海南自由贸易港建设相关政策逐步落地，现阶段已确定时间表，2020年将是开局之年，未来目标是实现零关税，也就是要彻底放开离岛免税的限制。我们认为零关税是长期目标，中短期尚不能一蹴而就，免退税政策或将分步推进，有序扩大范围、放松限制，这将支撑免税业规模继续增长。

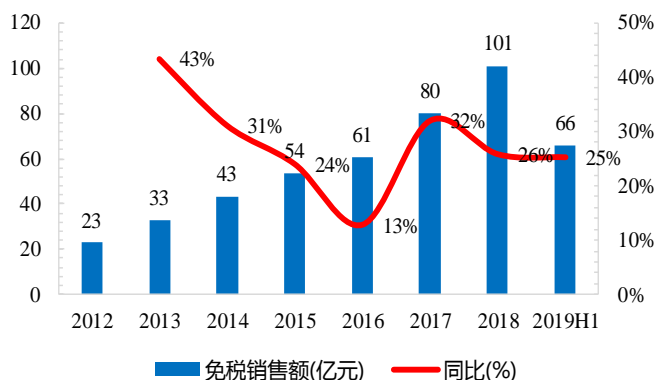
表2： 2011-2019年海南离岛免税政策脉络

实施日期	适用对象及范围	购物限额	购物次数	免税商品种类
2011/4/20	年满18周岁，乘飞机离开海南本岛但不离境的国内外旅客，包括岛内居民，在指定离岛免税店内付款购买免税商品，在指定提货点提取并随身携带离岛。	累计5000元/人	非岛内居民旅客：2次/年 岛内居民旅客：1次/年	首饰、手表、香水、化妆品、服装服饰、箱包等18种商品。
2012/11/1	旅客年龄下调至16周岁	累计8000元/人		共21中商品，增加美容及健身器材、餐具及厨房用品、玩具。
2015/3/20		放宽香水、化妆品、手表等10中热销品 单次购物数量		增至38中商品，增加婴儿奶粉、咖啡、保健品、家用医疗器械等17中商品。
2016/2/1	增加三亚海棠湾免税店、海口美兰机场免税店网上销售窗口	累计16000元/人	非岛内居民旅客：不限次 岛内居民旅客：1次/年	
2017/1/15	将铁路离岛旅客纳入免税购物政策适用范围			
2018/12/1		累计30000元/人	非岛内居民旅客：不限次 岛内居民旅客：不限次	家用医疗器械子类增加视力训练仪、助听器、矫形固定器械等。
2018/12/28	将乘轮船离岛旅客纳入免税购物政策适用范围			

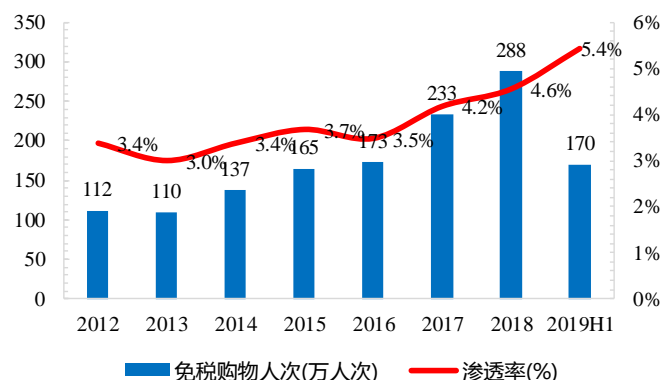
资料来源：财政部，新时代证券研究所

目前海南离岛免税业已成为国内免税业一大支柱，2019H1全岛实现免税销售65.82亿元，同比增长约25.37%，购物人次近170万人，同比增长15.27%。2018年全岛免税销售101亿元，占全国免税规模约25.57%，但离岛免税渗透率不足5%，这个渗透率是有增长空间的。其次，海南离岛免税人均消费2018年约3507元，而有公开数据显示2018年中国游客在韩国免税消费约合834亿元人民币，人均消费近6500元，这说明海南离岛免税人均消费量也是有增长空间的。

图24： 2012-2019H1海南离岛免税规模及增长**图25： 2012-2019H1海南离岛免税渗透率**



资料来源：商务部，海南省统计局，新时代证券研究所



资料来源：商务部，海南省统计局，新时代证券研究所

最后，除离岛免税政策有望加码外，我们认为市内免税店政策可期。现阶段，我国市内免税店分为两种，离境市内免税店和进境市内免税店，分别针对入境游的外籍人士和归国中国居民。由于我国免税业主要消费者是中国人，因此，在扩内需、促消费的背景下，为了将消费保留在国内，未来市内免税店或将向国人开放，政策放松值得期待。

表3: 现阶段市内免税店介绍

分类	运营商	适用对象
离境市内免税店	中免	外籍入境游客，凭有效证件及离境航班信息购物。采用“店内买单，口岸提货”模式，到店消费的顾客应至少在航班起飞前24小时完成购物，再到口岸隔离区内的提货点，将所购的免税商品一次性全部携带出境。
进境市内免税店	中出服 中侨	持护照入境年满16周岁的中国籍旅客，自入境之日起180天内，均可凭本人护照一次性购买海关规定的限值限量范围内的免税外汇商品。

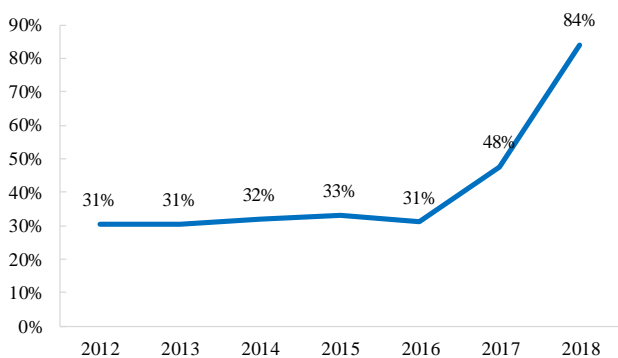
资料来源：免税零售专家，新时代证券研究所

2.2、中国国旅龙头地位稳固，布局免税全业态促持续增长

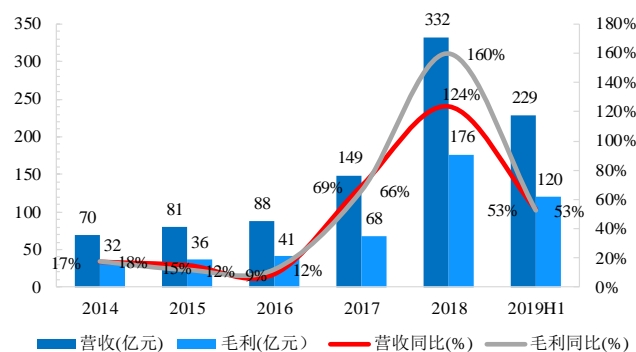
在国内免税市场整体持续景气的背景下，我们认为作为行业龙头公司的中国国旅其霸主地位稳固，将受益于行业整体规模扩张，公司在机场、离岛及市内三个免税购物场景的全布局能覆盖国内免税业的全部增长点。

受益于并购日上免税行，2018年中国国旅免税销售收入达332亿元，市占率大幅提升至84%，龙头地位巩固。在Moodie Davitt发布的全球免税零售商排名中位居第4位，仅次于Dufry、乐天及新罗。2019H1公司免税业绩增长持续强劲，免税销售收入229亿元，同比增长53.26%；免税销售毛利达120亿元，同比增长52.67%。

图26: 2018年中国国旅免税市占率大幅提升**图27: 中国国旅免税营收及毛利逐年增长**



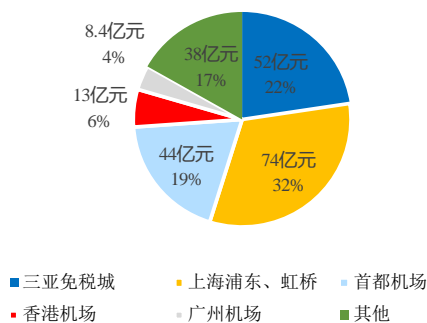
资料来源: Wind, 新时代证券研究所



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

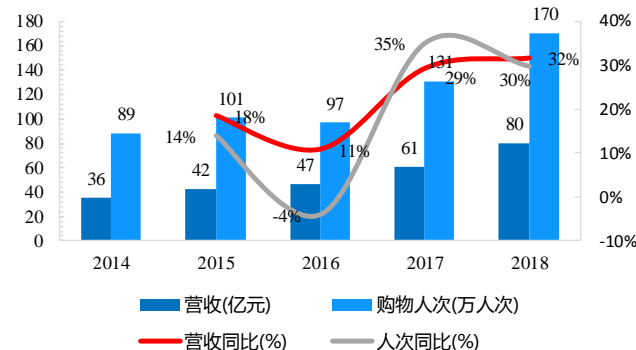
在免税店布局上, 2019 年公司机场免税店仍处于不断扩张期, 大兴机场与浦东机场卫星厅免税店相继开业; 市内免税店重启, 布局北京、上海、大连、厦门、青岛等城市; 海南离岛免税继续增长, 并布局海口免税城, 建成后有望进一步助推公司业绩增长。2019H1 公司免税销售收入中, 日上上海及北京达 117.42 亿元, 贡献度超 50%, 三亚免税城约 51.81 亿元, 同比增长 28.50%, 贡献度约 23%。

图28: 2019H1 中国国旅免税收入构成情况



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图29: 三亚免税城营收及购物人次逐年增长



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

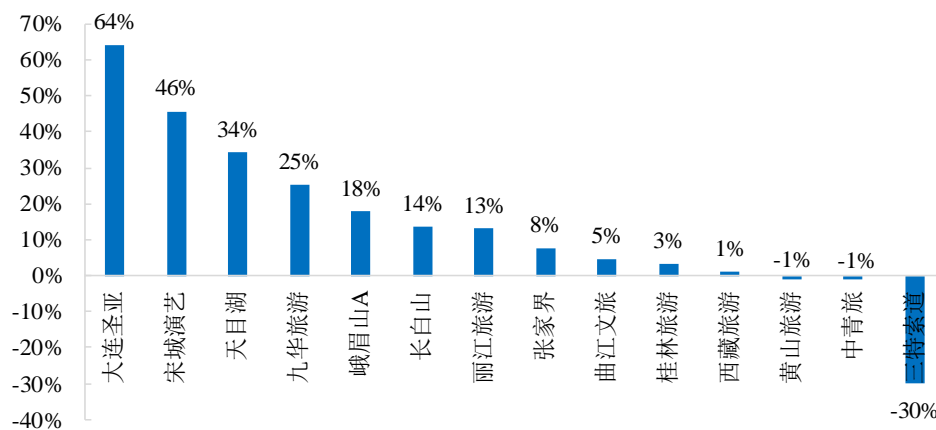
我们认为, 目前中免的行业霸主地位难以撼动, 规模效应明显, 从中长期来看, 公司所处免税业赛道优秀, 本身处于较快增长期, 因此公司能享受到行业规模扩张的红利。尽管海南免税政策或有调整, 但目前并无明确方案, 且未来自贸港关税政策涉及主体多, 从政策制定到落地实施仍需要时间研究和逐步过渡。中免作为免税龙头, 其渠道管理、议价能力、商品品类等在行业内竞争优势突出, 即使海南未来实现零关税政策, 我们认为中免受到的竞争冲击也不足以撼动其行业龙头地位, 对业绩影响相对较小。

3、景区行业: 内部景气分化, 宋城演艺二轮扩张助力增长

3.1、人工景区享受政策利好, 自然景区门票承压影响业绩

景区内部表现分化, 人工景区走势靓丽, 2019 年大连圣亚上涨 64.06%, 宋城演艺上涨 45.58%。自然景点相对平淡, 天目湖表现较好, 上涨 34.21%, 其次, 九华旅游上涨 25.27%, 峨眉山 A 上涨 17.80%, 长白山上涨 13.70%, 丽江旅游上涨 13.08%, 均低于沪深 300 涨幅。

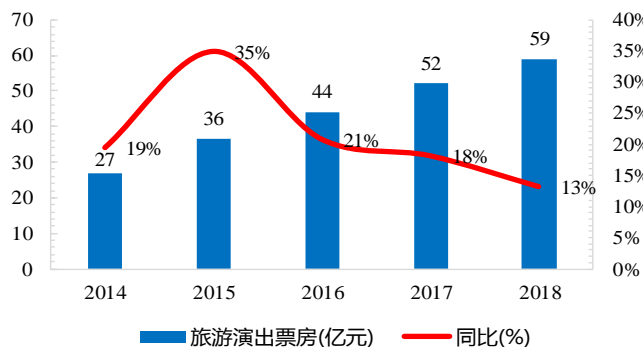
图30: 景区个股年初至今涨跌幅情况



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

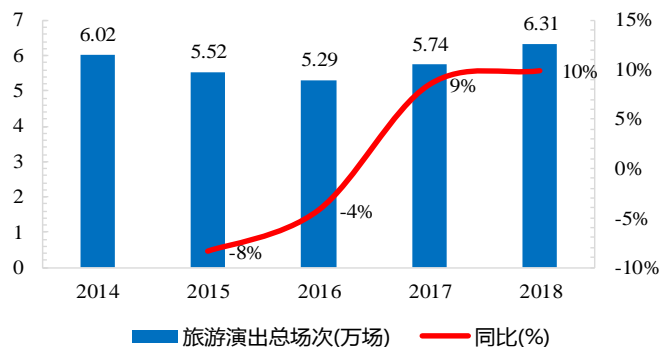
2019年人工及演艺景区受到政策鼓励发展。3月文旅部印发《关于促进旅游演艺发展的指导意见》提出提升创作生产水平、推进业态模式创新、壮大演艺经营主体等,《意见》推动旅游演艺市场景气度提升;8月国务院印发《进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》提出大力发展夜间文旅经济,丰富夜间文化演出市场,优化演艺服务,到2022年建设200个以上国家级夜间文旅消费集聚区;12月文旅部四季度发布会公布的2020年八项重点工作中,提出点亮夜间经济,推进国家级夜间文旅消费集聚区建设,不断优化夜间文旅消费环境,丰富夜间游览产品、夜间演出市场,推动夜间文旅消费规模持续扩大。

图31: 2014-2018 演艺市场票房收入情况



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图32: 2014-2018 旅游演出总场次变化



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

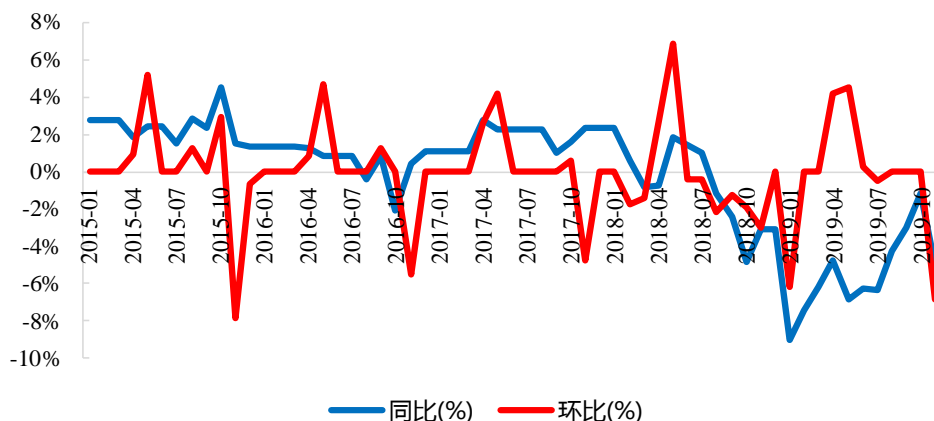
除夜间经济政策外,在年轻人广泛使用抖音、小红书等互联网社交分享 APP 的大环境下,“网红经济”、“打卡经济”也成为了推动人工及演艺景区的一大利器。《2019 抖音数据报告》显示,抖音日活跃用户数超过 4 亿,用户全年打卡 6.6 亿次,年轻人旅游方式随着短视频时代的到来逐渐发生变化,打卡成为一种新的生活方式。从 2019 年抖音播放量最高景点统计来看, TOP5 分别为大唐不夜城、迪士尼度假区、大熊猫繁育基地、故宫博物院、万盛梦幻奥陶纪主题公园,人工景区就占据 3 席,其中#大唐不夜城不倒翁#相关视频播放量超 23 亿次。

相比于自然景区,人工及演艺景区可提供的休闲娱乐设施、夜间场景、演艺灯光及舞台效果更易制作成爆红款小视频,广为传播,从而打造出网红 IP,吸引更多游客。其次,人工及演艺景区,其可复制性跨越地域限制,全国扩张步伐在网红 IP 效应下能在异地较快实现盈利。

自然景区方面,门票价格受压制,全年游客人次及收入淡旺季变动性强。2019 年政策两次提及推动门票降价: 1) 3 月发改委印发《关于持续深入推进降低重点

《国有景区门票价格工作的通知》，要求在更广范围内、更大程度上降低相关景区门票，对 2018 年以来尚未出台降价措施的政府定价管理的景区，全面开展门票定价成本监审或成本调查、价格评估工作；2) 9 月发改委、文旅部等 9 部委印发《进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》，提出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。受政策影响，门票降价压制景区盈利能力。

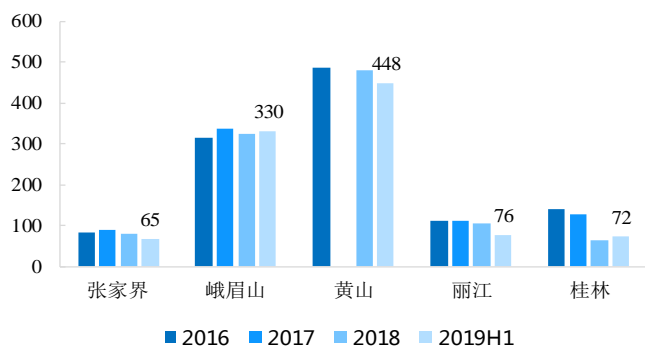
图33: 全国 36 城旅游景点门票价格同比下降



资料来源：国家发改委，新时代证券研究所

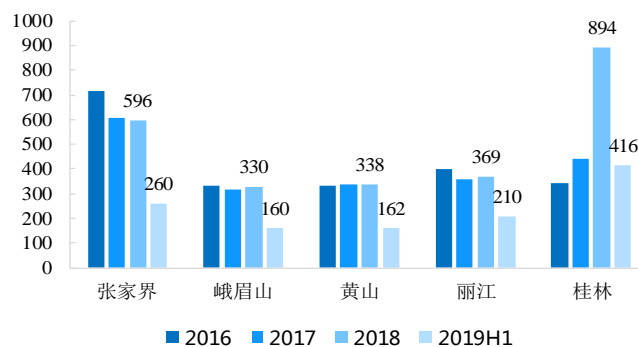
自 2014 年起至 2019H1，从各大景区接待旅客人次、景区收入及景区人均消费来看，总体上景区人均消费增长受阻，甚至出现下滑；景区接待人次增长受阻，景区收入增速下滑，以张家界为代表的部分景区出现负增长，2019H1 黄山景区和桂林景区同比增速表现相对较好，分别增长 6.77%、16.84%。未来传统景区或需采取措施谋求转型，摆脱门票及索道类收入依赖，提升服务质量，提高景区游览便捷性，或寻求智慧景区建设。

图34: 主要自然景区人均消费出现下滑 (元)



资料来源：Wind，各市统计局，新时代证券研究所（黄山缺失 2017 年数据）

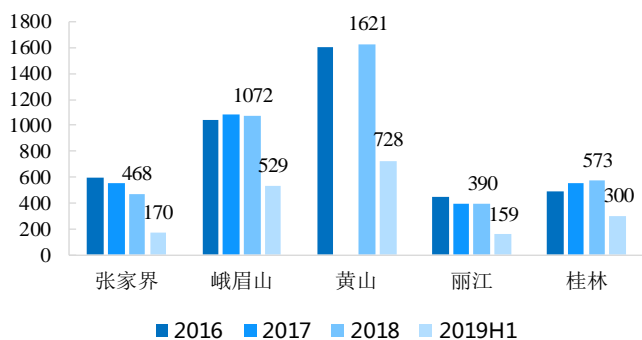
图35: 主要自然景区接待旅客人次增长受阻 (万人)



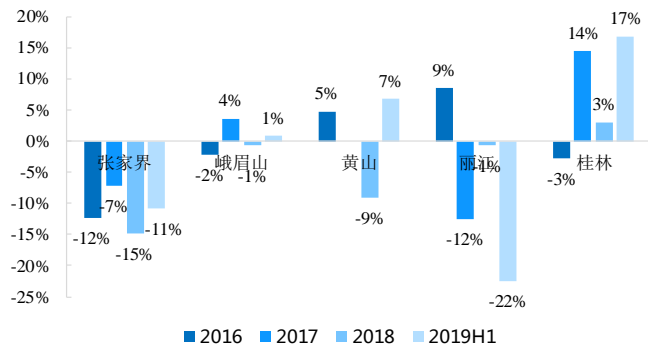
资料来源：Wind，各市统计局，新时代证券研究所

图36: 主要自然景区收入出现下滑 (百万元)

图37: 主要自然景区收入同比增速 (%)



资料来源: Wind, 各市统计局, 新时代证券研究所(黄山缺失 2017 年数据)



资料来源: Wind, 各市统计局, 新时代证券研究所(黄山缺失 2017 年数据)

3.2、宋城演艺：千古情系列口碑优秀，二轮扩张助力增长

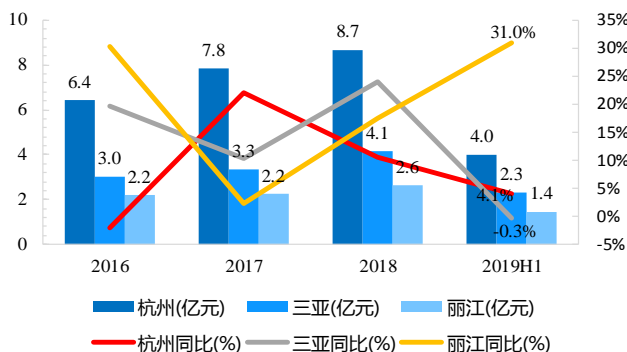
在人工景区和自然景区景气度分化、旅游消费个性化趋势提升的背景下，我们看好细分领域的演艺景区板块，推荐演艺龙头公司宋城演艺。

首先，以宋城演艺为代表的人工景区表现喜人是需求和业态共同作用的结果。需求上，人工景区能提供多种休闲设施及服务，同时多场次的演出能满足不同时间安排的旅客需求，且能为游客提供夜间娱乐。业态上，人工景区可复制性强，已发展出较成熟景区的公司能快速将其在其他城市进行复制建设，流程标准统一有利于项目经营管理。同时，在品牌及口碑效应下，新建项目能迅速吸引游客，盈利周期较短。

其次，宋城演艺旗下千古情系列口碑优秀，对游客吸引力强。据 2018 年旅游演艺年报数据显示，2018 年旅游演出票房收入为 59.08 亿元，较 2017 年增长 7.03 亿，其中宋城千古情系列、长隆系列演出票房增加 2.7 亿，为票房增长贡献了 38.4%。目前，宋城演艺“千古情”系列共 7 个项目，在美团门票 2019 年大数据显示的消费金额和消费数量的 top20 名单中，共上榜 5 个，分别为三亚千古情、宋城千古情、炭河千古情、丽江千古情、明月千古情。其中，在相对冷门的炭河古城，千古情产品的消费金额和消费数量均位列第 5，这说明宋城演艺具备强大的 IP 影响力，能有效助推景区收入增长。

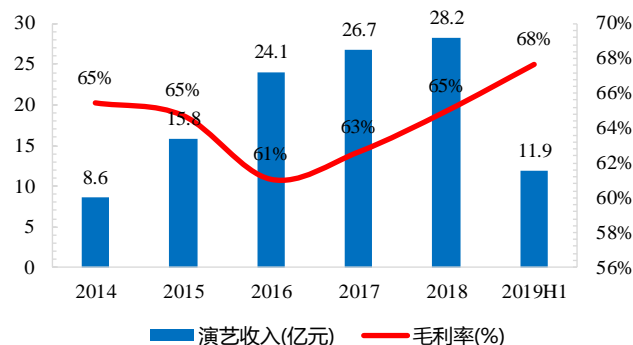
最后，公司的行业地位稳固，依托其可复制性与休闲化程度高的特征，业绩持续稳健增长；多地项目滚动落地，二轮扩张开启，漓江千古情、张家界项目开业后增长快速，西安、上海项目将于 2020 年上半年推出，西塘、佛山项目 2021 年推出，珠海·宋城演艺谷已提上日程，业绩增量不断显现。

图38: 宋城演艺主要项目经营收情况



资料来源: Wind, 公司公告, 新时代证券研究所

图39: 宋城演艺毛利率逐渐改善



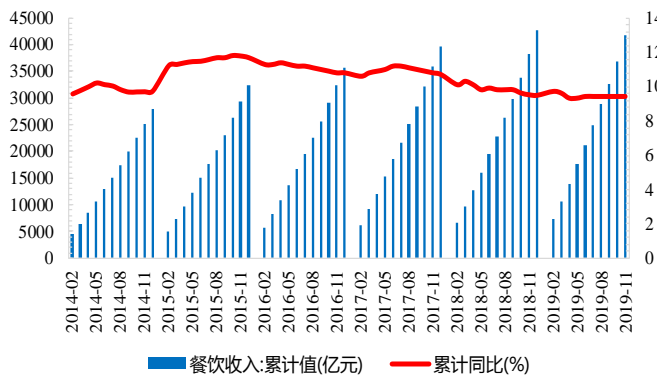
资料来源: Wind, 公司公告, 新时代证券研究所

4、餐饮行业：看好城市下沉，关注易标准化连锁龙头

4.1、社会餐饮收入增速领先社零增速，餐饮业未来在下沉市场

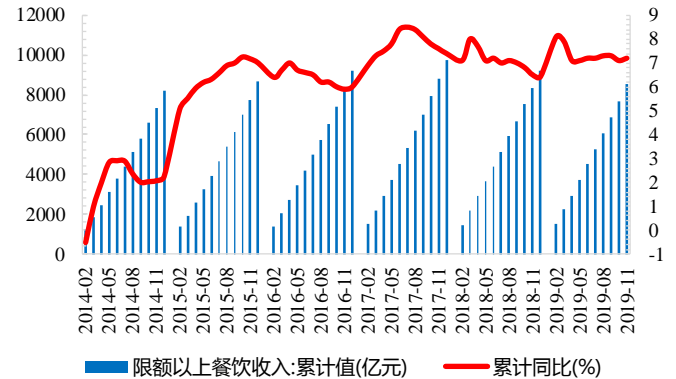
2019年1-11月，全国社零总额中餐饮收入约4.19万亿，同比增长9.4%；限额以上社会餐饮收入约8528亿元，同比增长7.2%。2018年限额以上社会餐饮业营业总额约5623亿元，其中餐费收入4998亿元，同比增长5.6%。

图40: 2019.1-11 社会餐饮收入同比增长9.4%



资料来源：Wind，新时代证券研究所

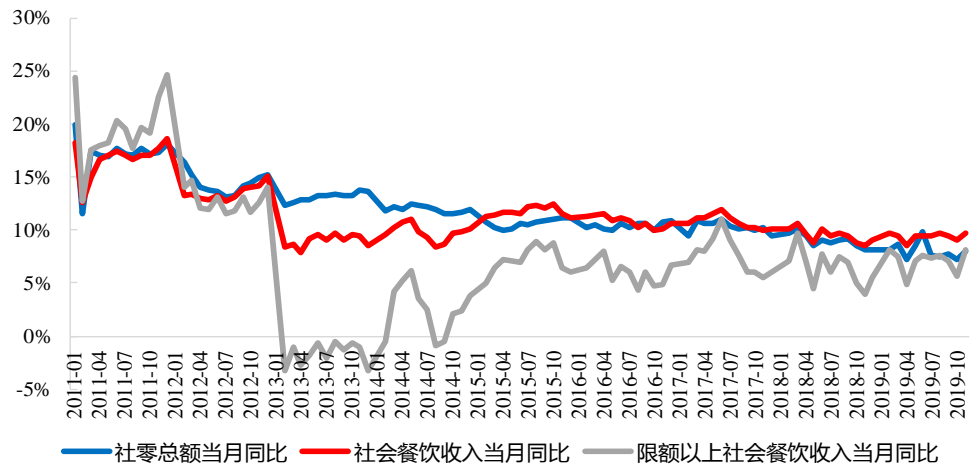
图41: 2019.1-11 限额以上社会餐饮收入同比增长7.2%



资料来源：Wind，新时代证券研究所

增速上，社会餐饮收入增速继续领先社零总额增速，限额以上社会餐饮收入增速长期表现弱于社零总额增速，这主要是由外卖行业快速增长所致。外卖行业的快速发展，外卖点单的简易便捷，推动小规模、零散化餐饮收入上涨。

图42: 社会餐饮收入同比增速超过社零总额增速



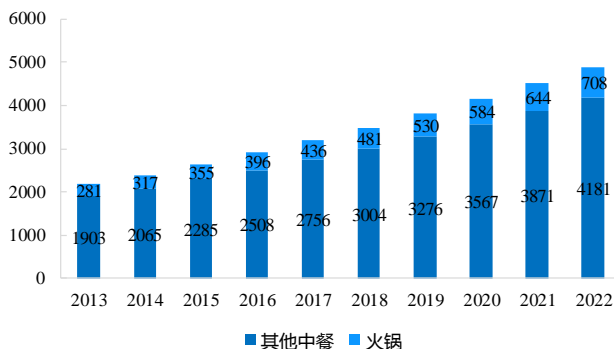
资料来源：Wind，新时代证券研究所

目前，餐饮市场在一二线城市逐步饱和，竞争愈发激烈，未来餐饮企业将逐步下沉。由于餐饮食品口味对厨师具备依赖性，因此在下沉扩张中，能否做到标准化、易复制将成为关键。从餐饮子板块来看，我们认为连锁快餐（冒菜、汉堡、面食甜点等）及火锅标准化程度更高、可复制性更强。这是因为快餐和火锅容易做到“一张配方走全国”，底料和烹饪流程能做到高度统一，对厨师的个人依赖性低。同时，大型连锁餐饮已经具备多地复制开店的经验，管理流程更加完善，且已有一定知名度，因此将在城市下沉中获益。

4.2、海底捞：火锅连锁市场前景宽阔，易标准化助推扩张盈利

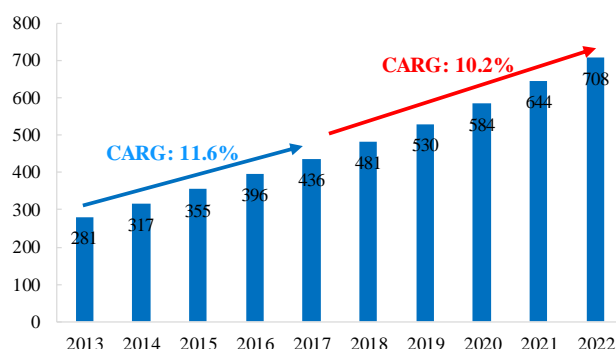
我们推荐大型火锅连锁品牌中的龙头公司海底捞。首先，火锅市场在餐饮细分市场中相对景气，接受人群范围广，适合多人聚餐场景。根据海底捞招股说明书数据，火锅市场在2017年规模达到436亿元，预计到2022年规模将增长至707亿元，年均复合增长率约10.2%。

图43：火锅及其他中餐市场规模增长预测



资料来源：海底捞招股说明书，新时代证券研究所

图44：火锅市场规模及增速预测

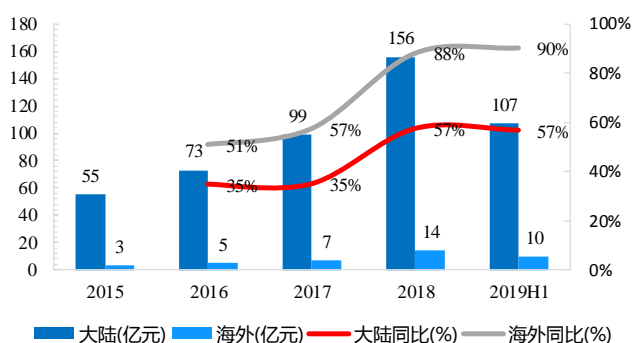


资料来源：海底捞招股说明书，新时代证券研究所

其次，海底捞作为一家火锅连锁企业，其可复制性易于扩张下沉，具体而言，火锅汤底配方易标准化、底料制作易流程化、对厨师依赖度低，能更好的控制每家门店的口味，保证餐饮质量。目前，海底捞在一二线城市的店面发展稳健，未来在三线及以下城市的开店前景广阔。公司具备的低线扩张比较优势，将促进其在行业整体向三线及以下城市渗透的趋势中获益。一方面，公司火锅产品标准化程度更高，厨师技术依赖度更低，对新开店面的品质、口味保证更强；另一方面，公司自带网红效应，具有独特的IP辨识度，服务优质，吸引客源能力更强。

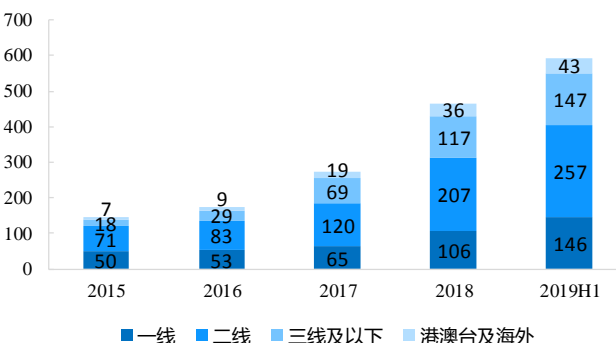
随着海底捞门店数迅速扩张，海底捞营收业绩也快速增长，这说明海底捞的网红效应确实助推新开店面的业绩增长。截至2019H1，公司共有门店593家，中国大陆550家遍布116个城市，其余43家位于台湾和香港地区，以及其他9个国家；中国大陆门店实现营收107亿元，同比增长57%，海外门店实现营收10亿元，同比增长90%。

图45：海底捞中国大陆及海外营收情况



资料来源：Wind，公司公告，新时代证券研究所

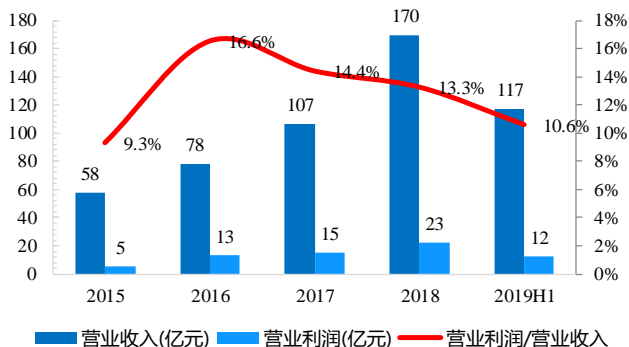
图46：海底捞门店扩张迅速，且逐渐下沉



资料来源：Wind，公司公告，新时代证券研究所

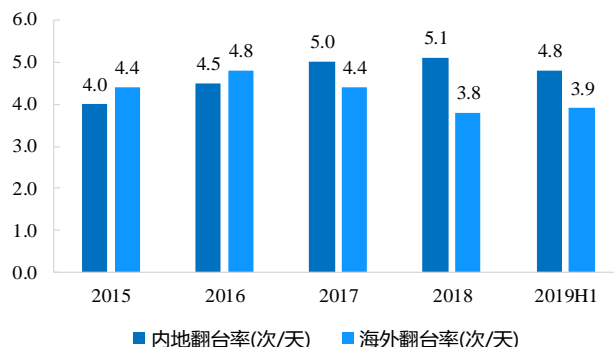
最后，在海底捞高速扩张过程中，海底捞的营业成本基本可控，未致使营业利润率大幅下降，同时单门店翻台率也未下滑，仍保持稳定。这说明，一方面，海底捞对门店扩张的把握是准确的；另一方面，海底捞的服务质量和网红效应对消费者吸引力仍然突出，对新顾客吸引力强，对老顾客粘性高。

图47: 海底捞营业开支及利润率情况



资料来源: Wind, 公司公告, 新时代证券研究所

图48: 海底捞门店翻台率情况

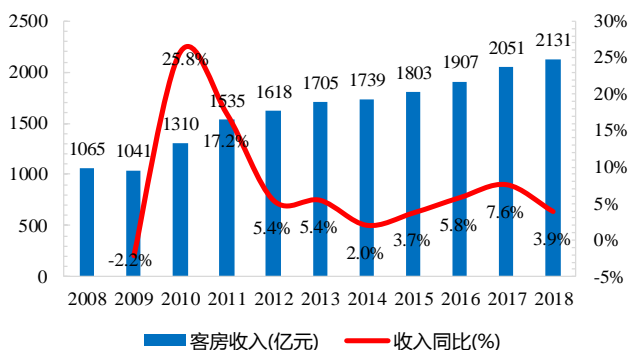


资料来源: Wind, 公司公告, 新时代证券研究所

5、酒店行业：业绩承压尚待回暖，估值低洼可关注布局

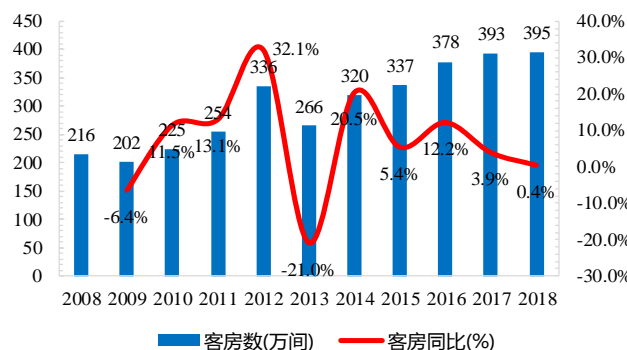
受宏观经济下行压力影响，酒店业 2018 年来业绩承压明显，2018 年住宿业客房收入约 2131 亿元，同比增长 3.87%，较 2017 年增速 7.55% 有明显下滑；客房数 395 万间，同比增长 0.41%。酒店业竞争逐步进入存量竞争，传统酒店通过对存量酒店或已有品牌进行升级改造，逐步向中高端酒店转型，如汉庭 3.0 及如家 NEO。

图49: 2008-2018 年住宿业收入增速下滑



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

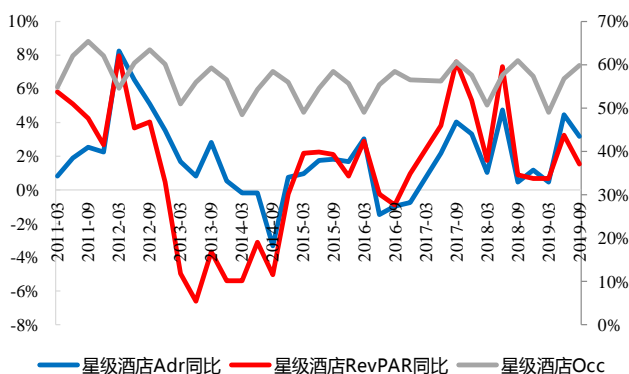
图50: 2008-2018 年住宿业客房增速下滑



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

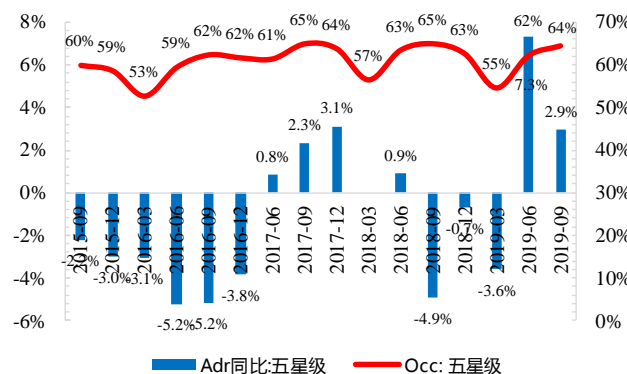
经营数据上，RevPAR（每间可销售房收入）和 Occ（客房入住率）增长受阻较为明显。2019 年三季度星级酒店平均房价 353 元/间夜，同比增长 3.2%，RevPAR 为 211 元/间夜，同比增长 1.54%，Occ 为 59.88%，同比下降 1pct。

图51: 2011Q1-2019Q3 星级酒店经营情况



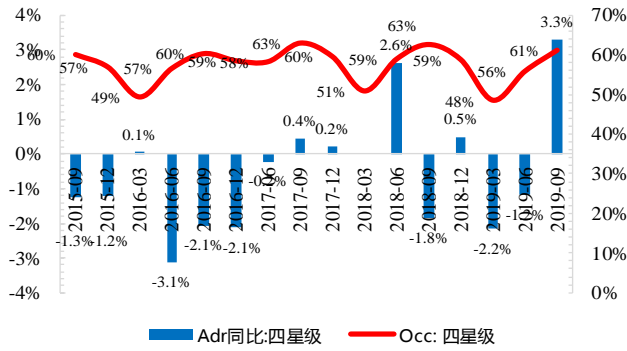
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图52: 五星级酒店近 4 年来经营情况



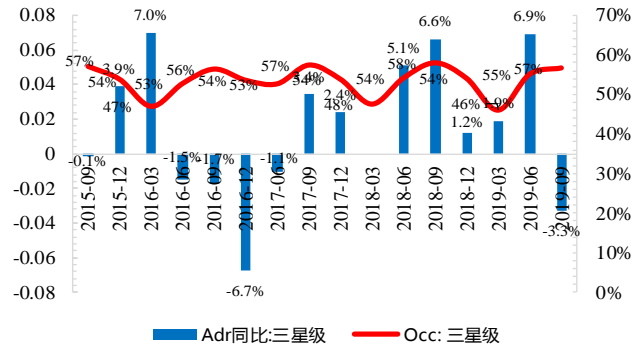
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图53: 四星级酒店近4年来经营情况



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

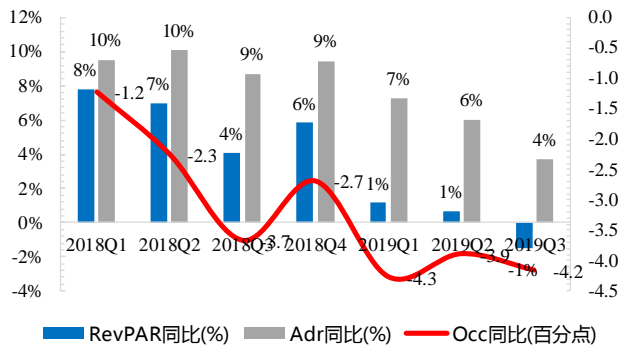
图54: 三星级酒店近4年来经营情况



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

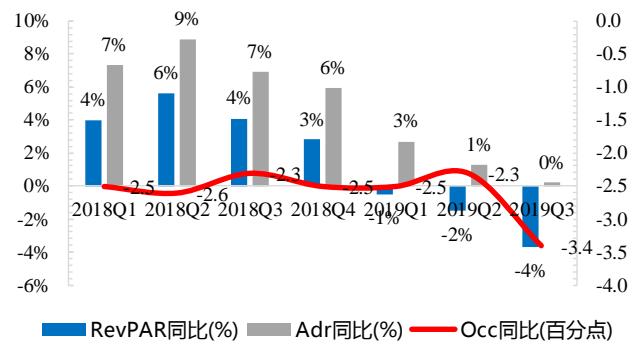
从酒店集团表现上看, 首旅酒店和锦江酒店均在 2019 年承压, RevPAR 增速下滑甚至同比负增长, 出租率也出现同比下滑。

图55: 锦江酒店 2019 年 Occ 同比持续下滑



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

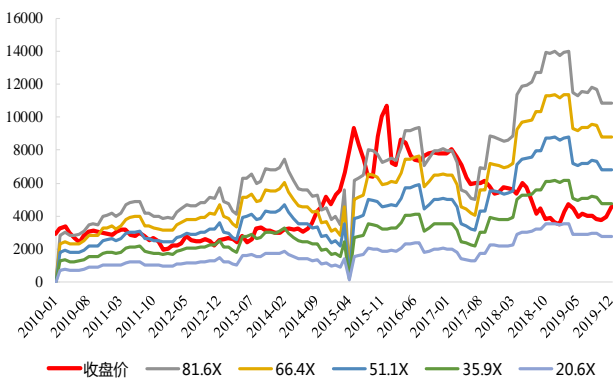
图56: 首旅酒店 2019 年单季 RevPAR 同比下滑



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

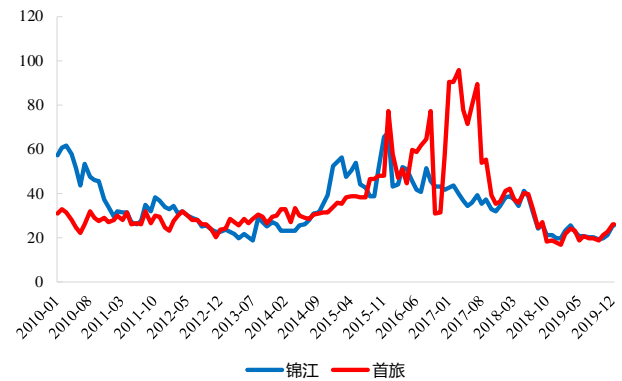
从行业估值上看, 酒店板块正处于估值低位, 中信酒店行业指数 PE(TTM)近年来呈回落趋势, 已达到历史低位水平, 首旅和锦江两大集团 PE(TTM)也回落至历史低位, 估值在 25 倍左右。酒店行业尚需等待经营数据转好, 回暖后估值或有望渐进修复。我们认为目前酒店行业景气度低位是受宏观经济影响, 而两大酒店集团本身经营管理情况良好, 只需等待经营数据转好。而酒店业整体处于估值洼地, 正是布局的时机。因此, 我们推荐布局龙头集团首旅酒店、锦江酒店, 待经营回暖, 估值将逐步修复。

图57: CS 酒店指数 PE-Band (TTM)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图58: 首旅、锦江 PE(TTM)均处于低位

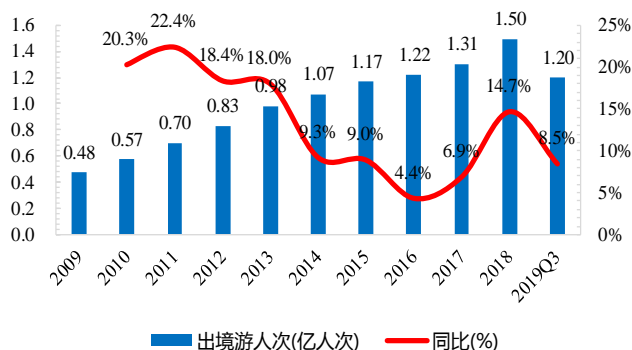


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

6、出境游行业：增速承压放缓，OTA 加剧竞争

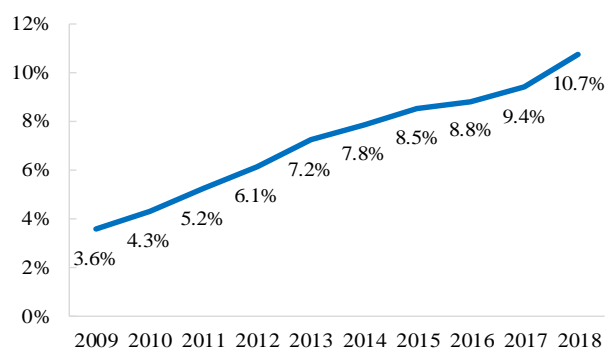
中国出境旅游人数逐年增长,2018 年出境游人数近 1.5 亿人次,同比增长 14.7%;2019 年前三季度,累计出境游人次约 1.199 亿人次,同比增长 8.5%。受去年出境游大幅增长影响,2018 年出境游人次基数较高,而 2019 年又受到经济增速下行影响,出境游人次增速承压放缓。但从出境游渗透率来看,目前中国持有有效因私普通护照居民仅有 1.3 亿人,占总人口比例不足 10%。2018 年出境游人次/总人口比例约 10.7%,但考虑部分游客是一年多次出境旅游的,实际渗透率会更低。此外,出境直航航点下沉也会利好出境游。因此,综合看来,未来出境游渗透率仍有巨大提升空间。

图59: 2009-2019Q3 我国出境游人次增长情况



资料来源: 文旅部, 新时代证券研究所

图60: 2009-2018 出境游渗透率情况

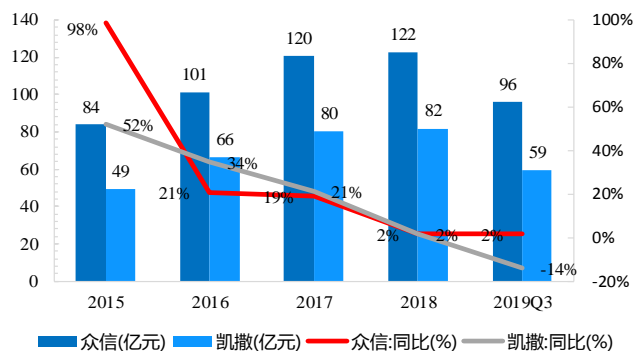


资料来源: Wind, 文旅部, 新时代证券研究所

随着互联网发展,携程、去哪儿网、飞猪等 OTA 广为青中年群体接受,对传统旅行社造成了一定冲击。其次,未来出境游的增长将下沉到二三线城市,而 OTA 相比传统旅行社下沉成本更低,且在提供如机票、酒店、门票等标准化产品方面具备价格透明优势。再者,在满足自由行需求增长方面,OTA 提供的多种产品组合也更具灵活性优势。

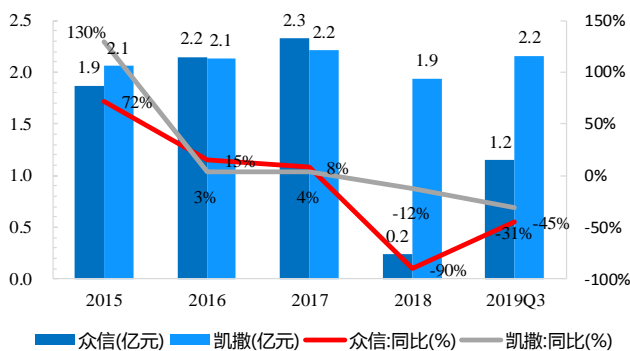
在 OTA 的冲击下,传统旅行社收入增速放缓,利润下滑。截至 2019Q3,众信旅游营收 95.88 亿元,同比增长 1.62%,归母净利润 1.15 亿元,同比下滑 45.09%;凯撒旅业营收 59.47 亿元,同比下滑 14.15%,归母净利润 2.16 亿元,同比下滑 30.65%。目前,两大旅行社也在逐步拓展其他业务,众信旅游在批发+零售业务基础上积极开发多元化业务,整合上下游产业链;凯撒旅业则在今年购买江苏中服股权,设立子公司同盛免税,意在参与免税行业。

图61: 众信、凯撒营业收入同比增速放缓



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图62: 众信、凯撒归母净利润同比增速转负



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

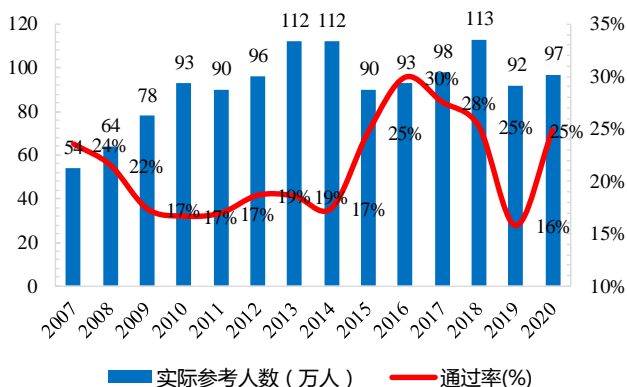
7、职教行业：政策红利持续释放，考试和技能培仍具潜力

7.1、支持政策加码，考试和技能培市场需求旺盛

2019 年是职业教育的政策红利年，相关政策事件贯穿全年，相继将职业教育纳入国家战略、大规模扩招 100 万人、部署“双高计划”、设立中职奖学金等，都将有利于公办和民办职业学校及相关培训机构的发展。对投资市场而言，职业教育板块所覆盖的公司主要分为：1) 民办职业学校；2) 职业培训相关机构，这一块又可以分为职业考试培训机构和职业技能培训机构。由于民促法这一块政策尚未落地，目前只有教育部于 2018 年 8 月印发的《中华人民共和国民办教育促进实施条例(修订草案)(送审稿)》，因此民办学校尚需等待政策落地消除不确定性。

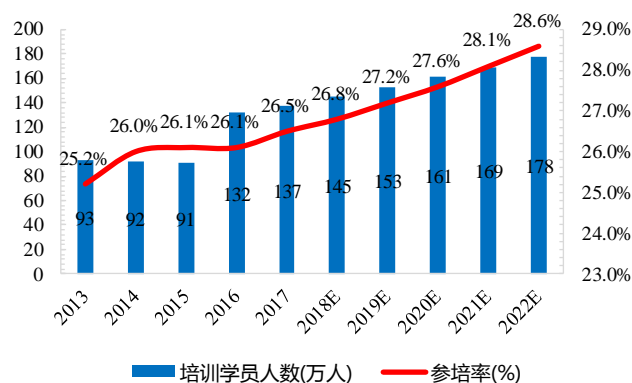
考试培训板块，就业压力仍然较大，促进公考、事考、教招/考、考研及 CPA 等证书考试市场需求增加，参培率提高。教考在 2018 年改革后报名人数猛增至 651 万人，我们预期由于资格证需求刚性，存量教师需逐年轮流参考，未来教考和教招参考人数将在 800 万人以上。2020 年国考招录人数回升至 2.4 万人，报考人数升至 144 万人，实际参考人数 97 万人。根据弗若斯特沙利文报告，预计 2022 年公考参培率有望达到 28% 以上。

图63： 2007-2020 国考实际参考人数及通过率情况



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图64： 2013-2022E 公务员考试参培率情况



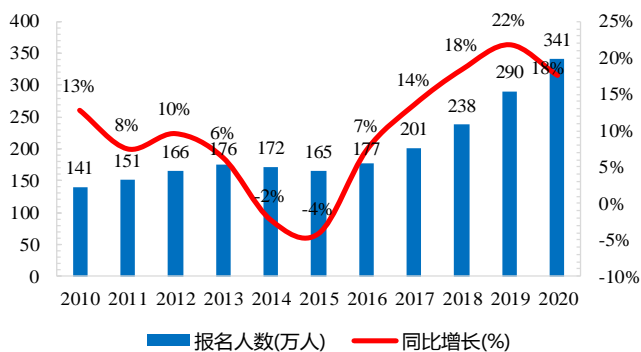
资料来源：弗若斯特沙利文，前瞻研究院，新时代证券研究所

考研市场及 CPA 资格考试市场也继续增长，2020 年考研报名人数达到 341 万人，同比增长 17.59%，已连续四年实现两位数增长。CPA 考试市场，专业阶段报名人数、科次及出考人次、科次均呈现增长趋势。据 2018 年注册会计师全国统一考试分析报告显示，2018 年专业阶段出考科次达 135 万科次，同比增长 30.44%，合格率约为 27.93%；综合阶段出考人次达 2.33 万人，同比增长 29.44%，合格率为 83.74%。

我们认为，未来考试培训市场规模仍有增长空间，从参考人数、参培率到客单价均有提升空间；且互联网音视频技术发展有利于线上培训的发展和城市下沉。建议关注考培市场内，口碑好、品牌强、课程体系完善的龙头企业。

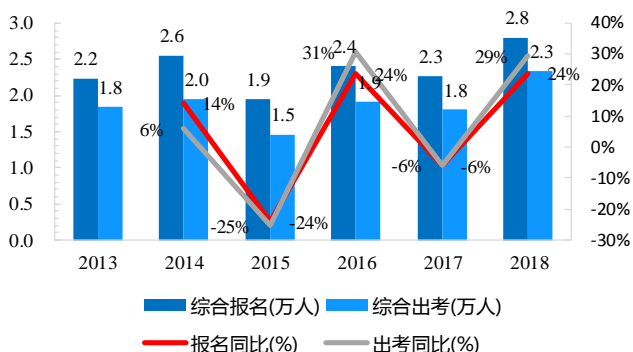
图65： 考研报名人数持续快速增长

图66： CPA 专业阶段报名及出考情况



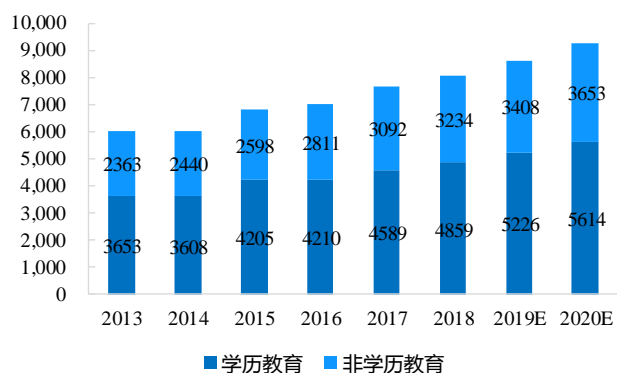
资料来源：教育部，新时代证券研究所

图67: CPA 综合阶段报名及出考情况



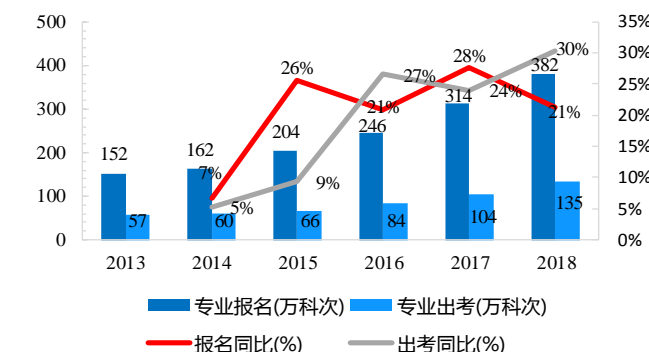
资料来源：弗若斯特沙利文，新时代证券研究所

图69: 2013-2020E 职业教育市场规模 (亿元)



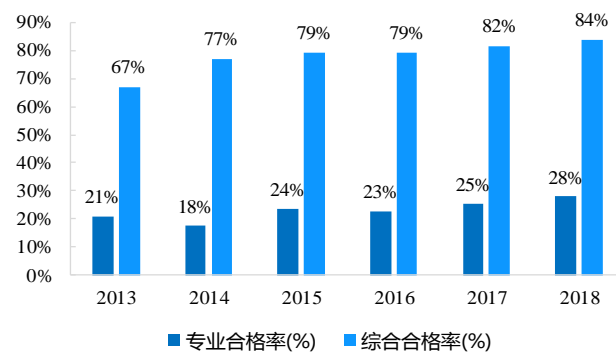
资料来源：Wind，新时代证券研究所

政策方面,2020年1月2日国务院新闻办公室举行国务院政策例行吹风会上,人社部副部长汤涛表示,为建立更加符合市场经济体制需要的技能人才评价制度,2020年将决定分步取消水平评价类技能人员职业资格,推行社会化职业技能等级认定。过去我国的职业资格评价制度是国家政府部门认定并颁发职业资格证书,而现在建立职业技能等级制度是要让企业和第三方评价机构等市场主体来鉴定劳动者的职业技能和颁发相关职业等级证书。本次职业水平评价改革将充分发挥企业和



资料来源：注册会计师协会，新时代证券研究所

图68: CPA 考试通过率情况



资料来源：注册会计师协会，新时代证券研究所

图70: 2008-2018年中、高职教育招生人数 (万人)

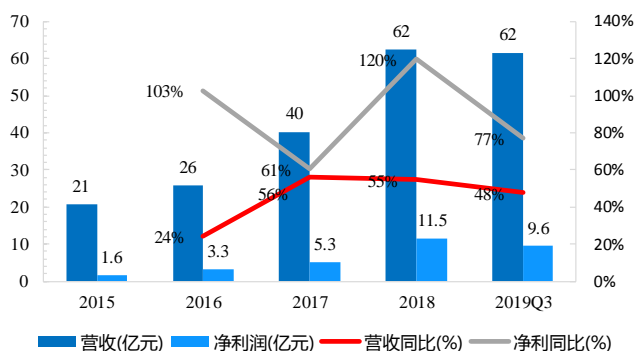
社会第三方机构的积极性和能动性来建立我国职业技能等级制度。

一方面,对职业教育学校和职业技能培训机构来说,这又是一项重大政策利好,它们可以参与技能人才职业等级认定,成为这个巨大市场的主角,有利于公司业务增量的发展。另一方面,对职业技能人才而言,本次改革有助于改善原来政府部门评价体系与企业实操要求出现脱钩,及用人单位对职业水平评价认可度不够高的问题。通过企业或第三方评价机构来认定,可以让职业技能人才直接参与用人单位评价,更快获得用人单位认可,利好技能人才职业发展。这也将促进职业技能培训市场需求的的增长。因此,在需求叠加政策红利的背景下,我们认为职教板块市场潜力巨大,龙头企业有望继续超预期表现。

7.2、中公教育：考培市场龙头地位稳固，需求带动业绩增量

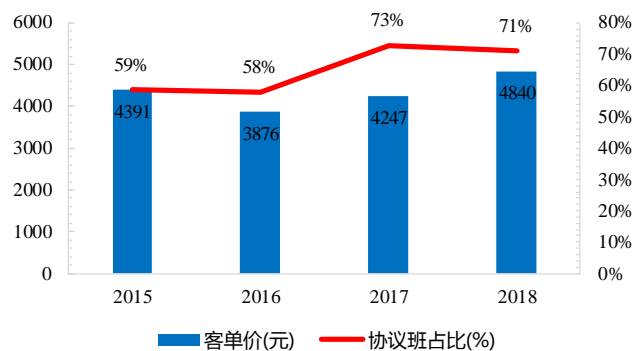
职业考试培训板块,我们推荐公职类考培市场的龙头公司中公教育。公司2019Q3营业收入约62亿元,同比增长47.67%,净利润约9.6亿元,同比增长77.15%,增长持续强劲。中公教育协议班2018年占比达71%,带动客单价提升至4840元。

图71: 中公教育营收及净利润增长情况



资料来源: Wind, 公司公告, 新时代证券研究所

图72: 中公教育协议班比例及客单价情况



资料来源: Wind, 公司公告, 新时代证券研究所

首先,从参考人数、参培率、客单价提升空间,考试通过率,以及培训内容标准化程度来看,我们看好人才招聘和专业资格考试市场。而中公教育在该市场上的龙头地位难以撼动,其强大的研发、网点和师资力量成为其拓展教考、考研和其他职业考试市场的利器。

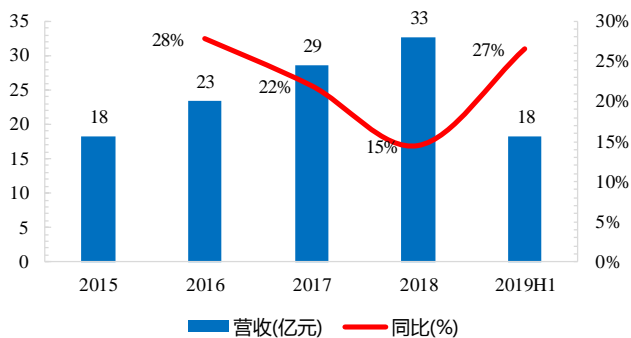
其次,公司作为考培市场龙头,品牌和口碑效应能吸引需求端的广大考生,将会享受到考培市场规模扩张、渗透率提升的红利。最后,公司协议班比例提高,边际改善供给端的客单价,有利于提升公司业绩。因此,我们预期公司业绩还将维持高增长态势。

7.3、中国东方教育：技能培训市场龙头，学员及单价均有增长空间

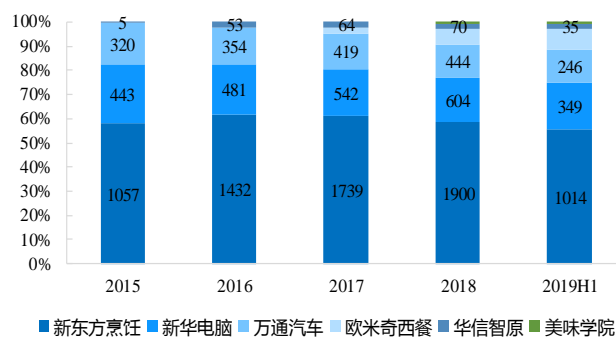
职业技能培训板块,我们推荐中国最大的职业技能教育提供商中国东方教育,其核心业务覆盖烹饪技术、信息技术及汽车服务三大职业技能方向,市占率分别为23.1%、3.4%、9.7%,均位居行业第一。2019H1公司实现营业收入18.23亿元,同比增长26.57%;其中新东方烹饪实现营收10.14亿元,占总营收55.6%,新华电脑实现营收3.49亿元,占总营收19.1%,万通汽车实现营收2.46亿元,占总营收13.5%。

图73: 中国东方教育营收及同比增速

图74: 中国东方教育六大职业方向营收结构(百万)



资料来源: Wind, 公司公告, 新时代证券研究所



资料来源: Wind, 公司公告, 新时代证券研究所

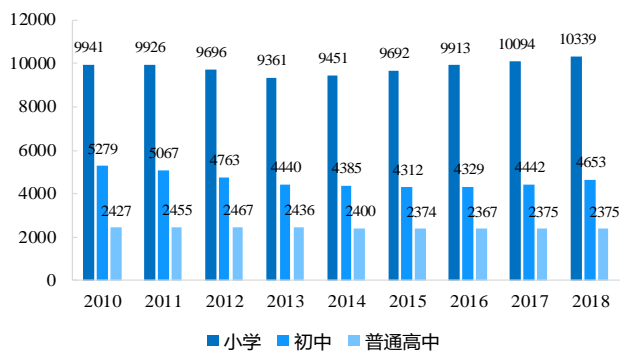
一方面, 职业学校的发展在 2019 年迎来政策和市场的双重利好加持, 中国东方教育作为行业龙头有望借此加快兼并重组和自建网点扩张进一步巩固其龙头地位, 带动业绩增长持续有新的贡献点。另一方面, 凭借品牌家喻户晓、学历与非学历教育兼收并蓄、重视校企合作, 就业率高达 93.7% 等优势, 未来 2-3 年公司的在校学生数量和客单价都将持续提升。

8、K12 培训行业: 合规趋严, 龙头企业有望提升市占率

8.1、校外培训合规监管趋严, 行业头部效应确立

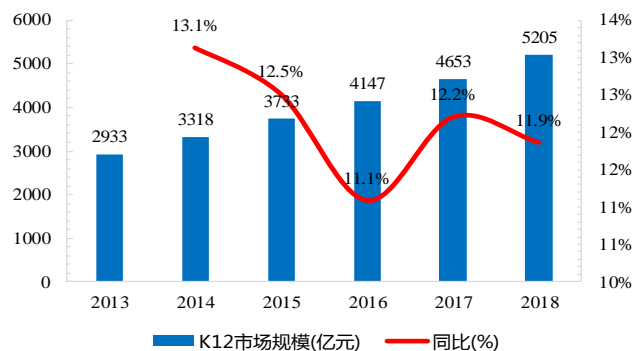
K12 市场广阔, 涵盖 6-18 岁小学、初中、普通高中阶段教育, 受众范围广, 需求刚性强, 在教育培训行业中居于核心地位。升学压力是 K12 市场需求的一大驱动力。

图75: 义务教育阶段在校生人数(万人)



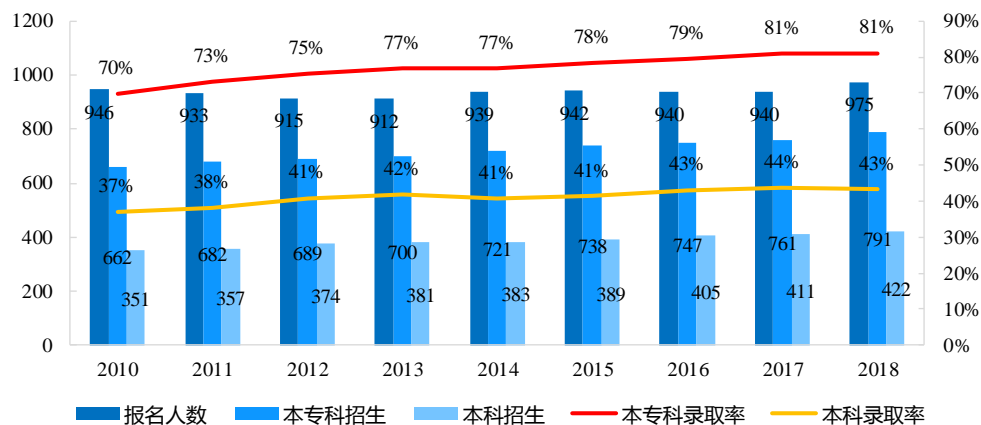
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图76: K12 教育市场规模及增速



资料来源: 弗若斯特沙利文, 新时代证券研究所

图77: 2010 年至今高考报名及录取情况(万人)



资料来源：教育部，新时代证券研究所

2018-2019 年是校外培训的规范年，相关政策陆续出台，合规趋严。2018 年 2 月教育部印发《关于切实减轻中小学生课外负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》拉开了对校外培训机构排查整改的序幕，要求各级教育部门针对校外培训机构建立黑白名单。2018 年 8 月国务院印发《关于规范校外培训机构发展的意见》，对营业场所、师资条件、培训内容及进度、培训时间、收费管理等都做出了要求。随后各省份及自治区均逐步出台实施细则，落实对校外培训机构的规范和监管。

2019 年 7 月，教育部等六部门出台《关于规范校外线上培训的实施意见》，要求线上培训机构进行备案，并在 2019 年 12 月月底前完成排查，在 2020 年 6 月底前完成对问题机构的整改，建立黑白名单持续监管。截至 12 月 20 日，已有 19 省出台地方实施细则，逐步落实线上培训机构排查整改工作。

表4：校外培训机构规范政策主要内容

主要内容	《关于规范校外培训机构发展的意见》	《关于规范校外线上培训的实施意见》
营业场所	必须有符合安全条件的固定场所，同一培训时段内生均面积不低于 3 平方米。	/
师资条件	不得聘用中小学在职教师，从事学科知识培训的教师应具有相应的教师资格。	不得聘用中小学在职教师，从事学科知识培训的教师应具有相应的教师资格。
培训内容	不得超出相应的国家课程标准，培训班次必须与招生对象所处年级相匹配。	内容健康，学科类课程培训内容不得超出相应的国家课程标准。
培训进度	培训进度不得超过所在县（区）中小学同期进度。	须与招生对象所处年级相匹配、与学生个体能力相适应。
培训时间	不得与当地中小学校教学时间相冲突，培训结束时间不得晚于 20:30，不得留作业。	每节课持续时间不得超过 40 分钟，课程间隔不少于 10 分钟。直播培训时间不得与中小学校教学时间相冲突，面向小学 1-2 年级的培训不得留作业。面向境内义务教育阶段学生的直播类培训活动结束时间不得晚于 21:00。
收费管理	收费时段与教学安排应协调一致，不得一次性收取时间跨度超过 3 个月的费用。	收费时段与教学安排应协调一致，收取的预付资金总规模应当与服务能力相匹配。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。
名单制	建立黑白名单，将黑名单信息纳入全国信用信息共享平台，按有关规定实施联合惩戒。	建立黑白名单。对符合相关规定的校外线上培训机构列入白名单，对存在违规行为的列入灰名单并限期整改，对拒不整改或逾期未完成整改的列入黑名单。

资料来源：教育部，新时代证券研究所

尽管校外培训监管趋严，但龙头企业依然表现亮眼。截至 2019 年 12 月 31 日，2019 年新上市的新东方在线，其市值达到 174.5 亿港元，涨幅达到 82.35%，其 2019

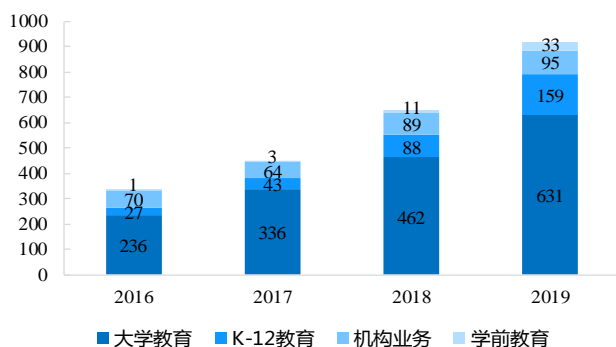
财年的年报显示营收 9.19 亿元，同比增长 41.36%；跟谁学市值达到 51.4 亿美元，涨幅达 108.59%，其 9 月份季报显示营收 11.8 亿元，同比增长 448.65%，发展迅猛。这说明 K12 教育市场的集中度在逐步上升，龙头公司截留住了更多的市场需求。

我们认为在严监管，高需求的背景下，K12 培训市场的头部企业将有机会进一步扩大市场份额。一方面，头部企业已有较成熟内部管理体系、教师培训流程，在扩张的同时，更易满足对师资力量要求；另一方面，预收资金不超过 3 个月或不超过 60 课时的要求对培训机构的资金实力及运营能力提出了高要求，分散的小机构或因资金链承压、断裂而逐步退出市场，头部机构将逐步覆盖这部分市场份额。因此，我们建议关注 K12 赛道内品牌力较强，获客成本可控的龙头企业。

8.2、新东方在线：在线教育龙头公司，K12 培训业务前景广阔

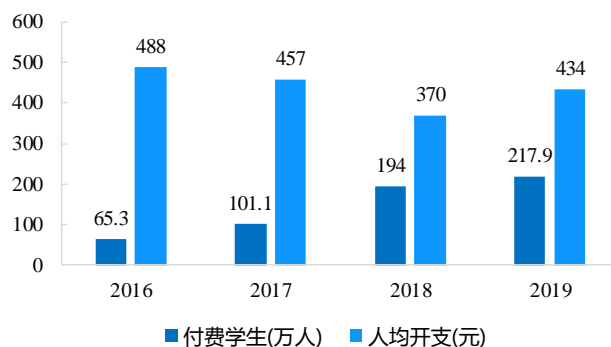
我们推荐在线教育龙头公司新东方在线。公司是中国领先的在线教育服务供应商，其业务由新东方于 2005 年成立，承袭新东方品牌与品质双重优势，确立行业龙头地位。公司 2019 财年营业总收入达 9.19 亿元，其中 K12 教育营业收入 1.59 亿元，占比为 17.33%，业务潜力空间大。

图78： 2016-2019 财年公司营业收入（百万）



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

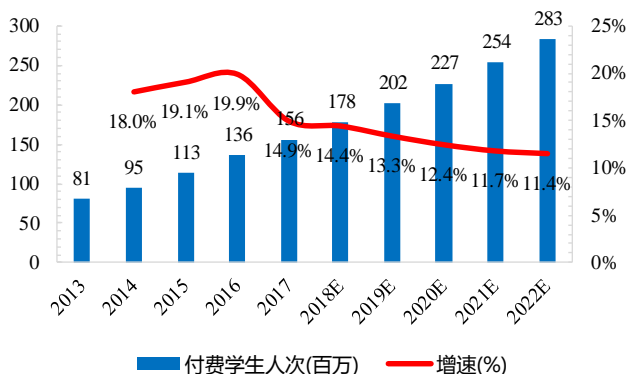
图79： 2016-2019 财年公司付费学生人次及平均支出



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

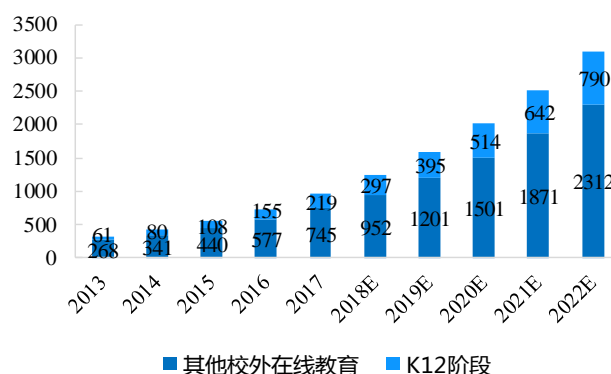
首先，K12 在线教育市场增长空间广阔，教育渗透率逐年上升。据新东方在线招股书，中国在线教育市场规模在 2017 年达到 964 亿元，预计 2022 年将增至 3102 亿元，其中 K12 在线教育规模 2017 年为 219 亿元，预计 2022 年将增至 790 亿元；在线教育付费学生人次预计在 2022 年将由 2017 年的 1.5 亿人次增长至 2.8 亿人次。公司作为在线教育龙头公司将享受到市场规模增长的红利。

图80： 2013-2022E 校外培训付费学生人数



敬请参阅最后一页免责声明

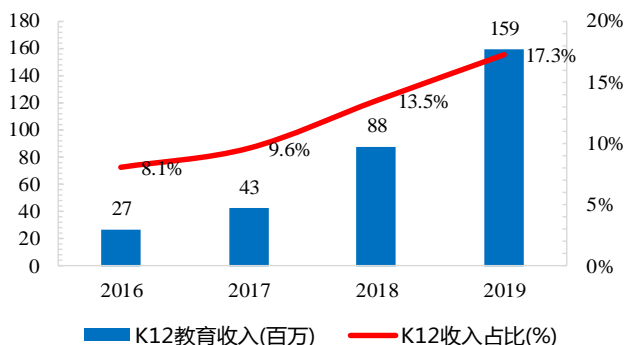
图81： 2013-2022E 校外在线培训市场规模



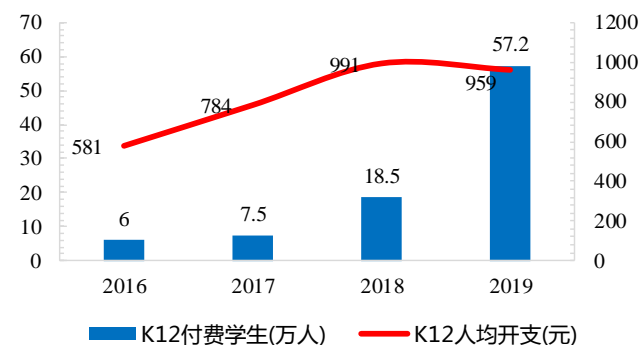
资料来源：新东方在线招股说明书，新时代证券研究所

资料来源：新东方在线招股说明书，新时代证券研究所

其次，公司积极布局 K12 教育业务，扩张迅速。目前公司 K12 在线教育主要由新东方在线双师大班课、地区性直播互动课东方优播及私播课组成。其中，东方优播主要采取“线下体验店+小班直播”的模式，对比业内大多数大班直播课，能增强学生与老师的互动性，培训更具针对性，内容更加精品化。目前 K12 业务占公司业务比重仅 17.33%，截至 2019 年 5 月末，东方优播已进入中国 15 省 63 个城市，我们认为随着东方优播扩张至更多三四线城市，K12 教育收入规模和收入占比都将提升。

图82: 2016-2019 财年 K12 教育收入及占比

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图83: 2013-2019 财年公司付费学生人次及平均支出

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

最后，公司背靠新东方集团，公司无论是在师资力量培训方面，还是教育产品体系研发方面都具备优势，同时还能承袭新东方集团的品牌优势，借助其资源优势提升教研实力，丰富课程产品，导流线上学员。2019 财年公司在武汉建立教学培训中心，为东方优播持续供应优质教师，并计划在 2020 财年于更多地区建立教学培训中心，吸引优质教师，持续提高教学服务水平。

我们认为尽管目前 K12 在线教育赛道参与者众多，但最终较量仍是师资力量和服务品质。而公司作为在线教育龙头公司，品牌力、教研力、服务力都具备竞争优势，未来既能享受 K12 校外培训市场规模扩张的红利，又能利用比较优势在市场竞争中抢占更多份额。

9、教育信息化：教育信息化 2.0 行动计划，硬件设备受益

9.1、教育信息化转段升级，硬件设备市场潜力大

自 2012 年教育部印发《教育信息化十年发展规划（2011-2020 年）》，将教育信息化上升为国家战略，教育信息化得到快速发展。此后开启以“三通两平台”为核心的教育信息化 1.0 建设期：实现“宽带网络校校通、优质资源班班通、网络学习空间人人通”，建设教育资源公共服务平台和教育管理公共服务平台。2018 年 4 月教育部印发《教育信息化 2.0 行动计划》，推动教育信息化转段升级，推进“互联网+教育”实施计划，提出到 2022 年基本实现“三全两高一”的发展目标。

表5: 教育信息化 2.0 行动计划

计划内容	要点介绍
基本目标	三全两高一 三全：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 两高：信息化应用水平提高、师生信息素养普遍提高 一大：建成“互联网+教育”大平台

计划内容	要点介绍
主要任务	三大任务: 1) 继续深入推进“三通两平台”：“宽带网络校校通”实现提速增智;“优质资源班班通”和“网络学习空间人人通”实现提质增效,形成“校校用平台、班班用资源、人人用空间”; 2) 持续推动信息技术与教育深度融合; 3) 构建一体化“互联网+教育”大平台,引入“平台+教育”服务模式。
实施行动	八大行动: 1) 数字资源服务普及行动; 2) 网络学习空间覆盖行动; 3) 网络扶智工程攻坚行动; 4) 教育治理能力优化行动; 5) 百区千校万课引领行动; 6) 数字校园规范建设行动; 7) 智慧教育创新发展行动; 8) 信息素养全面提升行动。
保障措施	五大措施: 1) 加强领导,统筹推进; 2) 创新机制,多元投入,落实财政教育经费可用于购买信息化资源和服务的政策; 3) 试点引领,强化培训; 4) 开放合作,广泛宣传; 5) 担当责任,保障安全

资料来源:教育部,新时代证券研究所

据教育部今年9月工作月报数据,全国中小学互联网接入率达97.9%,配备多媒体教学设备普通教师359万间,95.2%的学校已拥有多媒体教室,其中75.9%的学校实现多媒体教学设备全覆盖。

表6: 2019年前三季度教育信息化和网络安全工作情况

工作内容	工作情况
互联网接入率	全国中小学(含教学点)接入率98.4%。
多媒体教室	359万间,覆盖率95.2%,其中75.9%实现多媒体教学设备全覆盖。
学校终端配备	教师终端1027万台、学生终端1523万台。
学习空间建设	开通网络学习空间的学生、教师分别占全体学生和教师数量的47.3%、66.4%; 开通国家教育资源公共服务平台:教师空间1332万个、学生空间620万个、 家长空间573万个、学校空间40万个。

资料来源:教育部,教育部新时代证券研究所

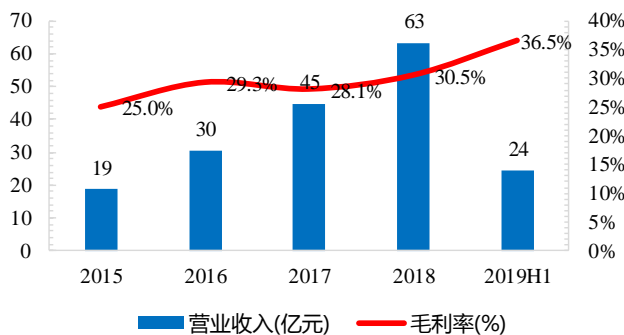
从教育信息化发展来看,未来受益板块是硬件设备和软件平台,我们认为从产品需求和产品成熟度来看,硬件设备将先于软件平台受益。软件平台方面,目前普及率较低,尚无龙头优质品牌,产品升级尚需时间,可关注未来成长空间。硬件设备方面,主要为多媒体教室配置设备,如投影仪、电子黑板、网络音频建设等,以及智慧校园相关设备,如电子校园卡、家校通讯设备等。硬件设备需求端具备支撑: 1) 目前仍有近25%的学校未实现多媒体教学设备全覆盖; 2) 未来硬件设备更新迭代及新增多样化需求。因此,我们认为硬件设备将先于软件平台收益,建议关注多媒体设备及智慧校园设备制造公司。

9.2、视源股份:国内交互智能平板市占率第一,竞争优势支撑增长

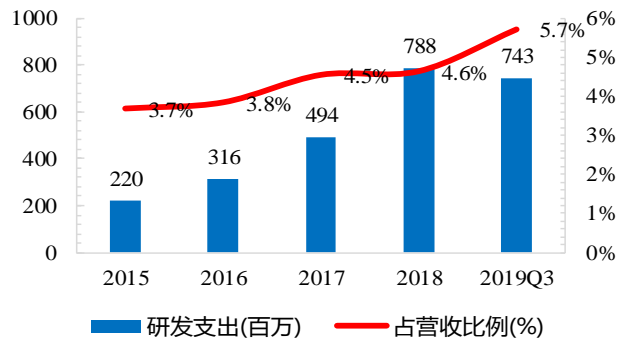
我们认为硬件设备将先于软件平台受益,推荐相关硬件制造龙头公司视源股份。首先,公司希沃交互智能平板产品的市占率保持中国大陆教育市场交互智能平板的第一位。2019H1公司希沃交互智能平板产品实现营业收入20.96亿元,同比增长14.15%,销售额市占率提升至40.4%,同比上升3.4%。同时,公司交互智能平板另一子类,会议平板MAXHUB市占率在2019H1达到32.4%,同样稳居国内第一名。高市占率说明公司行业龙头地位稳固,不仅在原材料采购和产品销售方面具有规模优势,还将享受行业增长的红利。

其次,公司研发投入支撑公司技术更新,交互智能平板产品毛利率提升。2019H1公司以220件发明专利授权位列全球第81位(IPRdaily&incoPat数据)。

公司投资的智慧校园综合解决方案项目，截至 2019H1 累计投资 5975 万元，预计总投资 1.58 亿元，项目进度约 37.8%，预计将在 2021 年 3 月投入使用。截至 2019 年三季度末，公司研发投入 7.43 亿元，同比增长 43.85%，营收占比达 5.7%；公司在建工程为 1.73 亿元，同比增长 158.21%，主要系高效会议平台建设以及智慧校园综合解决方案。研发投入促进技术更新，毛利率提升，交互智能平板产品毛利率 2017-2019H1 毛利分别为 28.1%、30.5%、36.5%。

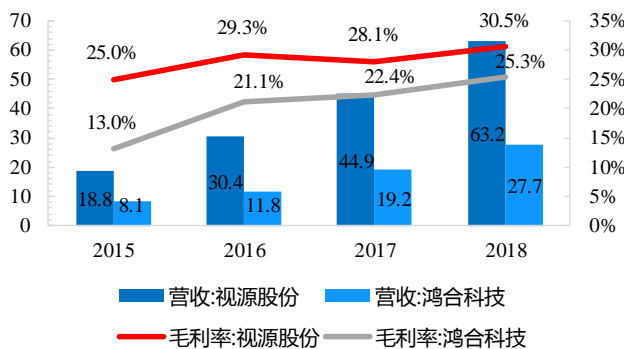
图84: 2015-2019H1 公司交互智能平板营收及毛利率

资料来源: Wind, 公司公告, 新时代证券研究所

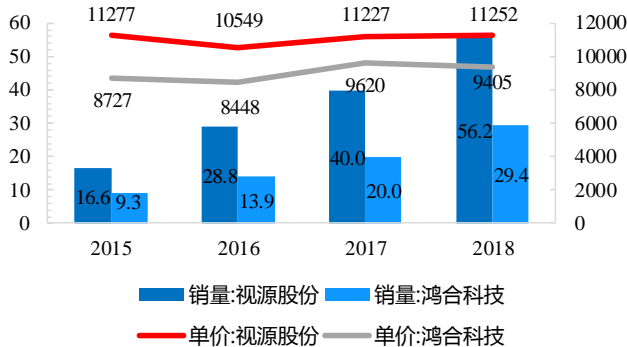
图85: 2015-2019Q3 公司研发支出及其营收占比

资料来源: Wind, 公司公告, 新时代证券研究所

最后，对比国内主要竞争对手鸿合科技，公司在交互智能平板的营收、销量、单价及毛利等方面均有优势。2018 年公司交互智能平板实现销售量 56.2 万台，营收达 63.2 亿元；而同期鸿合科技销售量仅 29.4 万台，营业收入 27.7 亿元，不及公司营收一半。毛利率方面，2018 年公司交互智能平板毛利率达 30.5%，高出鸿合科技 5.2%，优势明显。

图86: 交互智能平板营收及毛利率比较 (亿元, %)

资料来源: Wind, 公司公告, 新时代证券研究所

图87: 交互智能平板销量及单价比较 (万台, 元)

资料来源: Wind, 公司公告, 新时代证券研究所

10、投资策略建议：优选确定性高的优质龙头

我们认为 2020 年的投资思路是，把握景气度高的细分子行业，优选确定性的优质龙头企业。因此，我们看好高景气度的免税行业、复制性强确定性高的演艺景区、标准化高易于下沉的连锁火锅、政策友好的教育子板块，推荐中国国旅、宋城演艺、海底捞、中公教育、中国东方教育、新东方在线、视源股份；同时，推荐处于估值洼地的酒店业龙头企业，锦江酒店和首旅酒店。

酒店板块，目前正处于估值低位，中信酒店行业指数 PE(TTM)近年来呈现回落趋势，已达到历史低位水平，首旅和锦江两大集团 PE(TTM)也回落至历史低位，其估值在 25 倍左右。我们认为目前酒店行业景气度低位是受宏观经济影响，而两大酒店集团本身经营管理情况良好，只需等待经营数据转好。因此，我们推荐在估

值低位期布局龙头集团首旅酒店、锦江酒店，待经营回暖，估值将逐步修复。

免税行业高增长表现突出，2019 年大兴机场/浦东机场卫星厅免税店相继开业；明年市内免税政策放宽值得期待，推荐中国国旅。公司规模效应尽显，未来扩张脚步不止，市内免税店开业，牌照红利逻辑长期成立。

人工 IP 景区依托其可复制性与休闲化程度高的特征，业绩持续保持增长，推荐宋城演艺。公司的行业地位稳固，业绩持续稳健增长；多地项目滚动落地，二轮扩张开启，漓江千古情、张家界项目开业后业绩增长迅速，西安项目、上海项目将于今年推出，业绩增量不断显现。

餐饮行业，行业集中度持续提升，头部的连锁餐饮企业在不断提升市场占有率，随着一、二线城市开店的饱和，势必会向三线及以下城市渗透。从渗透率看，大型连锁餐饮品牌的低线级扩张仍有很大空间，推荐港股公司海底捞。公司自带光环、流量，具有独特的 IP 辨识度，一二线城市店面稳健发展，后续在三线及以下城市开店前景广阔。

职业培训行业，在稳就业的宏观大背景下，职业培训行业的政策支持力度不断强化。而且，由于就业压力仍然较大，不管是公考、事考、教考还是考研、IT 财会等职业考试的人群参与培训的基数都在增长，尤其是教考、考研等领域增速都超过 50%，利于行业龙头持续扩大市场份额和业绩增量，推荐中公教育。公司公务员考试市场第一的地位难以撼动，其强大的研发、网点和师资力量成为其拓展教考、考研和其他职业考试市场的利器，未来 2-3 年随着教考和考研等新业务的低基数、高增长的扩张，公司业绩还将维持高增长态势。

随着国家重视高技能人才的培养，职业学校的发展迎来政策和市场的双重利好加持，行业龙头有望借此加快兼并重组和自建网点扩张进一步巩固其龙头地位，带动业绩增长持续有新的贡献点，推荐中国东方教育。公司是中国最大的职业技能教育提供商，核心业务覆盖烹饪技术、信息技术及汽车服务三大职业技能方向，市占率分别为 23.1%、3.4%、9.7%，均位居行业第一。凭借公司品牌家喻户晓、学历与非学历教育兼收并蓄、重视校企合作，就业率高达 93.7%等优势，未来 2-3 年公司的在校学生数量和客单价都会持续提升。

K12 校外培训受众范围广、需求刚性强，在线教育市场前景广阔，在线教育市场规模预计 2022 年增至 3102 亿元，其中 K12 在线教育规模 2022 年将达 790 亿元。行业规模增加带动龙头企业业绩提速，推荐新东方在线。随着公司东方优播下沉到更多城市，将进一步带动公司业绩增长，享受市场扩容的红利。公司背靠新东方集团，品牌力、师资力、教研力、服务力的竞争优势将有利于公司把握市场增长黄金期，获取更多市场份额。

教育信息化 2.0 行动计划进一步加速智慧校园建设，硬件设备供应商将首先受益，推荐教育信息化业内龙头公司视源股份。2019H1 公司希沃交互智能平板销售额市占率进一步提升至 40.4%，继续位居中国大陆教育市场交互智能平板第一名，公司将享受规模效应及行业增长的双重红利。公司持续的研发投入能支撑技术更新，提高毛利率并稳固其龙头地位。对比业内主要竞争对手鸿合科技，公司在交互智能平板的营收、销量、单价及毛利等方面均有优势。

表7: 推荐标的盈利预测

公司名称	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				PE		
	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
中国国旅	470.1	465.0	552.9	641.4	30.9	46.1	52.6	63.7	39.1	35.0	28.9

公司名称	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				PE		
	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
宋城演艺	32.1	28.3	32.1	38.3	12.9	13.8	14.8	17.9	34.8	32.1	26.7
海底捞	170.0	274.2	398.1	522.0	16.5	25.3	36.7	48.9	65.9	45.6	34.2
首旅酒店	85.4	85.1	87.9	91.9	8.6	8.6	9.9	11.3	23.2	20.1	17.6
锦江酒店	147.0	153.3	161.2	169.4	10.8	11.2	12.9	14.8	25.0	21.7	18.9
中公教育	62.4	91.7	123.3	157.9	11.5	17.2	23.8	31.2	68.4	49.6	37.8
中国东方教育	32.7	42.8	52.6	64.1	5.1	8.2	11.1	13.9	39.2	29.0	23.0
视源股份	169.8	197.6	233.8	278.8	10.0	16.3	20.5	25.5	34.1	27.1	21.7

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

姚轩杰，教育社服行业分析师，2017年加入新时代证券，4年投资研究经验，擅长扎实的基本面研究和行业趋势把握，精于挖掘具有中长期投资价值的优质个股。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>