

行业稳定增长，酒店、教育表现亮眼

报告摘要：

2017 年上半年社会服务行业营收及业绩保持快速增长，58 家行业重点上市公司（除去异常和部分非主业公司）实现营业收入 752.85 亿元，同比增长 19.92%；实现归母净利润 59.22 亿元，同比增长 15.09%。去年同期营业收入和归母净利润增长率分别为 37.77%、19.92%。今年业绩增速略有下滑但仍保持高位。

子版块回顾

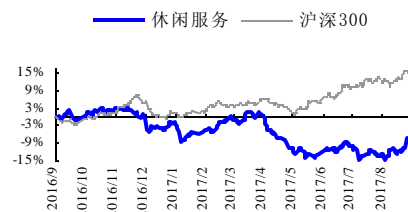
休闲服务增长稳健，酒店板块表现亮眼。2017 年上半年餐饮旅游行业营收及业绩保持快速增长，18 家行业重点上市公司实现营业收入 198.83 亿元，同比增长 20.76%；实现归母净利润 17.17 亿元，同比增长 8.95%。2017 年上半年板块平均毛利率为 67.55%，同比增长 6.02pct。费用方面，三费均处于一个下降态势，销售费用率下降 1.49pct，为 16.67%；管理费用率下降 0.46pct，为 14.2%；财务费用率下降 0.14pct，为 3.13%。

旅游板块整体稳步增长，行业数据开始回暖。旅游行业整体回暖。据国家旅游局《2017 年上半年旅游统计数据报告》，上半年国内游 25.37 亿人次，同比增长 13.5%，其中以城镇游客，人数为 17.57 亿人次，同比增长 15.8%，花费 1.71 万亿元，同比增长 16.1%。国内旅游收入 2.17 万亿元；出境游 6203 万人次，同比增长 5.1%，较上年同期增速提升了 0.8pct；入境游 6950 万人次，同比增长 2.4%。

酒店行业结构调整，着力发展中高端精品酒店。酒店板块 17H1 营收合计 143.03 亿元，同比增长 76.57%，实现归母净利润 6.79 亿，同比增长 153.47%。酒店行业的快速增长主要来自锦江股份和首旅酒店。上半年，酒店行业仍以经济型酒店为主，中高端酒店作为着力发展对象，占比提升显著。受益宏观经济回暖、旅游业的商旅对于酒店需求增长，消费升级下游游客对中高端酒店的诉求，酒店行业盈利增幅明显。

教育板块净利润高速增长，体育行业不断扩张。我们统计了 20 家教育板块上市公司 2017 年上半年的业绩情况，2017 年上半年教育板块（除去异常）整体实现营业收入 93.55 亿元，较去年同期增长 9.61%；整体实现净利润 9.16 亿元，较去年同期增长 23.9%，创造了过去四年以来的最高增速。板块平均毛利率为 38.42%，同比增长 3.06pct。教育子板块中幼教板块和职业教育板块表现亮眼。体育板块整体而言，2017 年上半年体育板块（概念类）整体实现营业收入 1453.67 亿元，较去年同期增长 16.23%；整体实现净利润 68.94 亿元，较去年同期增长 20.8%。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	5.63%	4.75%	-8.13%
相对收益	2.86%	-3.63%	-22.76%

重点公司

投资评级

中国国旅	增持
宋城演艺	买入
首旅酒店	买入
百洋股份	买入
开元股份	增持

相关报告

《中文在线（300364）：娱乐教育双翼齐飞，推动业绩高速增长》

2016-07-29

证券分析师：刘立喜

执业证书编号：S0550511020007

研究助理：李慧

执业证书编号：S0550116050008
(021)20361142 lih@nesc.cn

联系人：吕思奇

执业证书编号：S0550116060027
18221246498 lvsq@nesc.cn

目 录

1. 社会服务行业中报回顾.....	4
2. 社会服务行业稳步增长，各板块表现亮眼.....	4
3. 各子行业板块回顾.....	5
3.1. 酒店板块中报回顾.....	5
酒店板块全面回暖，业绩表现亮眼.....	5
3.2. 餐饮板块中报回顾.....	5
餐饮板块营收微降，静待复苏.....	5
3.3. 自然景区板块中报回顾.....	6
自然景区板块盈收与去年持平，低幅度增长.....	6
3.4. 人工景点板块中报回顾.....	7
人工景点板块受三湘印象地产业务影响，板块营收下滑.....	7
3.5. 旅游综合板块中报回顾.....	7
旅游综合板块营收增速稳定，净利润加速增长.....	7
多数企业业绩保持增长，行业整体健康.....	8
ROE 逐步上升，毛利率净利率基本保持稳定.....	8
板块大部分公司估值位于 25-50 倍之间，整体估值已较低.....	9
3.5.1. 旅游服务子板块.....	9
腾邦国际并表带动板块高速增长.....	9
毛利率净利率下降而 ROE 上升.....	10
3.5.2. 免税子板块.....	10
免税业务推动中国国旅业绩大增.....	10
免税商品营业收入与毛利率均显著增长，外延扩张趋势明显.....	11
3.6. 教育板块中报回顾.....	11
教育板块整体营收增速有所放缓，净利润增速创新高.....	11
近半数企业净利润负增长，其余半数企业增速较高，幼教与职教增速领先.....	11
教育板块整体毛利率净利率有所上升，ROE 略有下降.....	12
教育板块公司扩张带来三费率上升.....	12
教育板块整体估值已经下降.....	13
3.6.1. 幼教板块.....	13
幼教板块营收和净利润保持迅猛增势.....	13
幼教板块公司业绩基本都实现增长，估值处于较低水平.....	14
幼教板块毛利率、净利率、ROE 都呈现了明显的上升.....	14
3.6.2. 职业教育板块.....	15
职业教育板块营收整体平稳，净利润增速亮眼.....	15
职业教育板块业绩分化，整体估值与教育板块相当.....	16
3.6.3. 教育板块其他公司综述.....	16
教育板块其他公司营收增速整体下滑，净利润有所下降.....	16
多数公司业绩有不同程度下滑.....	16

3.7. 体育板块中报回顾.....	17
体育板块营收和净利润保持稳步增长，折射体育行业高速发展.....	17
超过半数企业净利润同比下降，多数下降幅度不大.....	17
体育板块整体估值仍处于较高水平	18

1. 社会服务行业中报回顾

从整体来看，上半年沪深 300 指数涨幅为 10.78%，2017 年上半年社会服务行业营收及业绩保持快速增长，58 家行业重点上市公司（除去异常和部分非主业公司）实现营业收入 752.85 亿元，同比增长 19.92%；实现归母净利润 59.22 亿元，同比增长 15.09%。去年同期营业收入和归母净利润增长率分别为 37.77%、19.92%。今年业绩增速略有下滑但仍保持高位。

2. 社会服务行业稳步增长，各板块表现亮眼

在各大子板块中，酒店、旅游、免税、教育业绩表现亮眼。酒店板块 17H1 实现营业收入 143.03 亿元，同比增长 76.57%，实现归母净利润 6.79 亿，同比增长 153.47%；旅游服务板块 17H1 实现营业收入 98.53 亿元，同比增长 30.0%；实现归母净利润 3.9 亿元，同比增长 86.6%；免税板块 17H1 实现营业收入 125.7 亿元，同比增长 22.5%，实现归母净利润 13.0 亿元，同比增长 17.5%；

旅游行业整体回暖。据国家旅游局《2017 年上半年旅游统计数据报告》，上半年国内游 25.37 亿人次，同比增长 13.5%，其中以城镇游客，人数为 17.57 亿人次，同比增长 15.8%，花费 1.71 万亿元，同比增长 16.1%。国内旅游收入 2.17 万亿元；出境游 6203 万人次，同比增长 5.1%，较上年同期增速提升了 0.8pct；入境游 6950 万人次，同比增长 2.4%。

教育板块（除去异常）整体实现营业收入 93.55 亿元，较去年同期增长 9.61%；整体实现净利润 9.16 亿元，较去年同期增长 23.9%。各大板块的业绩表现和具体指标如下：

表 1：社会服务行业 17H1 各子板块主要指标

子行业	营业收入 (亿)	营收 yoy %	归母净利润 (亿)	归母净利润 Yoy %	平均 ROE %	ROE 增加 值 %	PE 中位 数
酒店	143.03	76.57%	6.79	153.47%	2.10%	0.73%	76
餐饮	11.15	-0.80%	0.76	-17.30%	2.57%	-1.55%	41
自然景点	20.61	6.07%	3.39	5.82%	4.33%	-0.03%	48
人工景点	24.04	-54.62%	6.22	-30.50%	3.64%	-2.41%	29.7
旅游服务	98.53	30.0%	3.9	86.6%	7.31%	2.77%	43
免税	125.7	22.5%	13.0	17.5%	10.10%	0.73%	30.5
教育	93.55	9.61%	9.16	23.9%	3.09%	-1.00%	48
体育	1453.67	16.23%	68.94	20.8%	2.61	-1.11%	68

数据来源：东北证券，Wind

表 2：社会服务行业 17H1 各子板块毛利率、归母净利润率和期间费用率及变化

子行业	17H1			毛利率 变化	归母净利率 变化	期间费用率 变化
	毛利率	归母净利润率	期间费用率			
酒店	56.95%	2.12%	54.51%	-9.19%	0.33%	-9.60%
餐饮	49.51%	4.23%	43.42%	0.74%	-4.38%	0.56%

自然景点	36.36%	6.75%	27.54%	-4.00%	-4.83%	2.93%
人工景点	52.04%	14.58%	26.31%	6.57%	-2.13%	6.01%
旅游服务	16.9%	6.48%	11.74%	-9.40%	-0.32%	-4.44%
免税	29.53%	11.80	13.56%	1.69%	-0.23%	0.76%
教育	38.42%	12.18%	23.57%	3.06%	0.84%	3.10%
体育	27.82%	4.27%	19.71%	-1.88%	-3.10%	0.51%

数据来源：东北证券，Wind

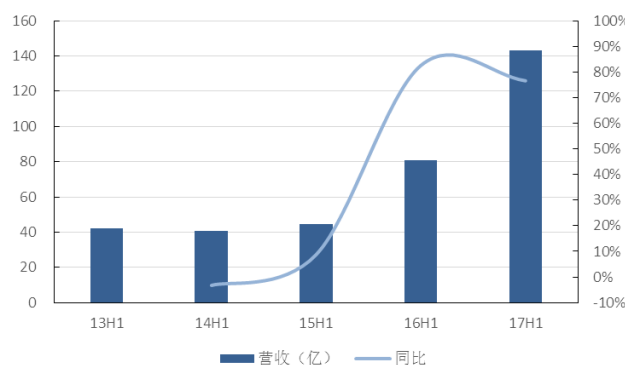
3. 各子行业板块回顾

3.1. 酒店板块中报回顾

酒店板块全面回暖，业绩表现亮眼

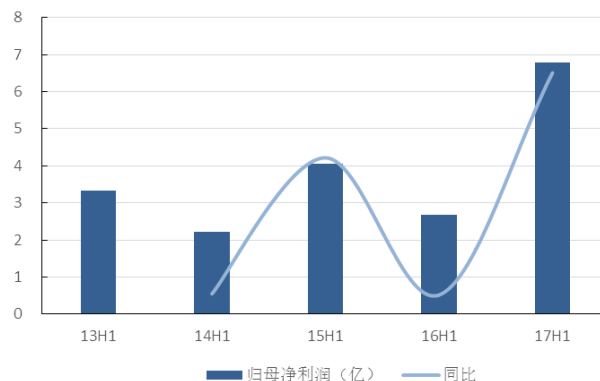
酒店板块 17H1 营收合计 143.03 亿元，同比增长 76.57%，实现归母净利润 6.79 亿，同比增长 153.47%。酒店行业的快速增长主要来自锦江股份和首旅酒店：锦江股份上半年营业收入和归母净利润分别为 62.9 亿元和 4.12 亿元，同比分别增长 44.0% 和 37.9%，业绩增长主要由于酒店行业全面回暖，铂涛、维也纳并表时间范围扩大，投资收益增加；首旅酒店上半年营业收入和归母净利润分别为 39.9 亿元和 2.4 亿元，同比分别增长 71.3% 和 1626.3%，业绩增长主要由于酒店行业回暖，如家并表时间及比例扩大、如家经营情况改善、财务费用较去年同期大幅减少。

图 1：17H1 酒店板块营收同比增长 76.57%



数据来源：东北证券，Wind

图 2：酒店板块归母净利润同比增长 153.47%



数据来源：东北证券，Wind

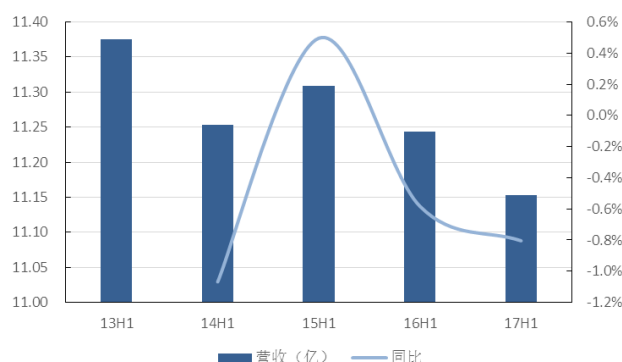
17H1 酒店板块毛利率为 56.95%，同比下降 9.19 pct，归母净利润率为 2.12%，同比上升 0.33 pct。期间费用率 54.51%，三费中销售费用率和管理费用率占比较大分别为 25.86%、24.20%，较去年同期分别下降 4.36 pct、4.62 pct。

3.2. 餐饮板块中报回顾

餐饮板块营收微降，静待复苏

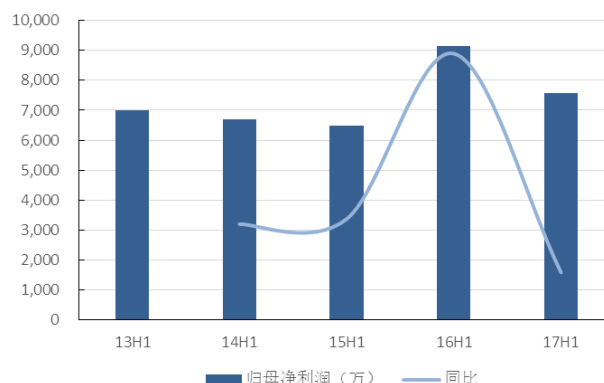
餐饮板块 17H1 营收 11.15 亿元，同比下降 0.8%，实现归母净利润 0.76 亿，同比下降 17.3%。餐饮板块较去年同期下降主要由于西安饮食在 2016 年同期完成德发长项目拆迁安置工作获得收益 4246.2 万元，本期盈利大幅下滑，而全聚德营收与去年基本持平。

图 3: 17H1 餐饮板块营收同比下降 0.8%



数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 归母净利润同比下降 17.3%



数据来源: 东北证券, Wind

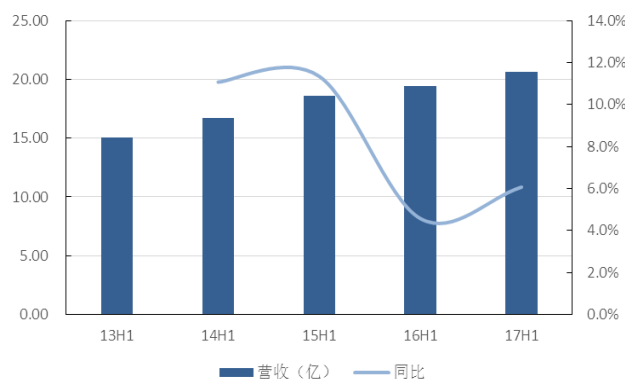
上半年餐饮板块毛利率为 49.51%，同比增长 0.74 pct，归母净利润率为 4.23%，同比下降 4.38 pct。期间费用率 43.42%，三费中销售费用率占比较大为 33.92%，较去年同期增长 1.44 pct。

3.3. 自然景区板块中报回顾

自然景区板块营收与去年持平，低幅度增长

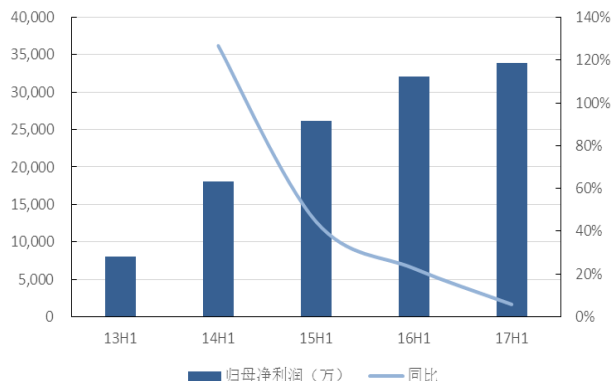
自然景区板块 17H1 营收 20.61 亿元，同比增长 6.07%，实现归母净利润 3.39 亿，同比增长 5.82%。上半年自然景区板块毛利率为 36.36%，同比下降 4 pct，归母净利润率为 6.75%，同比下降 4.83 pct。期间费用率 27.54%，三费中管理费用率占比较大为 20.82%，较去年同期增长 3.29 pct。

图 5: 17H1 自然景区板块营收同比增长 6.07%



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 归母净利润同比增长 5.82%



数据来源: 东北证券, Wind

受益良好宏观经济环境形式，部分景区客流量实现回暖。黄山：上半年接待索道游客数 303.5 万人次，同比增长 8.3%，客单价为 72.5 元，同比下降 1.7%；进山游客数 164.5 万人次，同比增长 16.2%，客单价为 65.9 元，同比下降 19.3%。峨眉山：上半年游山购票人数为 149.5 万人次，同比增长 5.8%，客单价为 143.8 元，同比增长 2.7%。桂林旅游：上半年接待游客共计 426.3 万人次，同比增长 24.0%；其中，

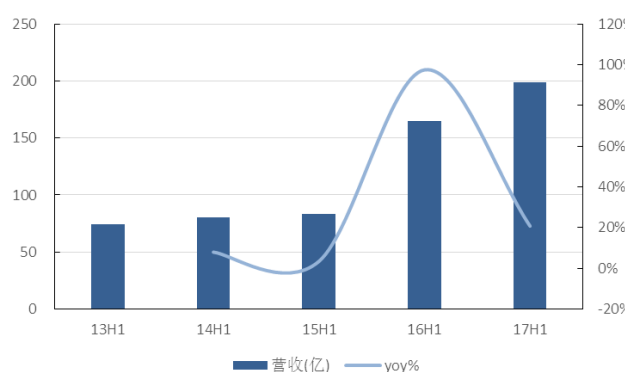
景区接待游客数共计 208.2 万人次，同比增速达 50.3%，客单价为 59.7 元，同比下降 16.3%；游船业务受益于星级改造涨幅喜人，上半年漓江游船接待游客 26.4 万人次，同比增长 13.3%，客单价为 219.8 元，同比增长 50.4%。张家界：上半年接待游客 227.2 万人次，同比下降 23.0%；其中环保客运接待游客 159.4 万人次，同比增长 5.1%，客单价为 56.9 元，同比增长 0.8%；杨家界索道接待游客 29.1 万人次，同比下降 43.0%，客单价为 61.8 元，同比增长 8.2%。

3.4. 人工景点板块中报回顾

人工景点板块受三湘印象地产业务影响，板块营收下滑

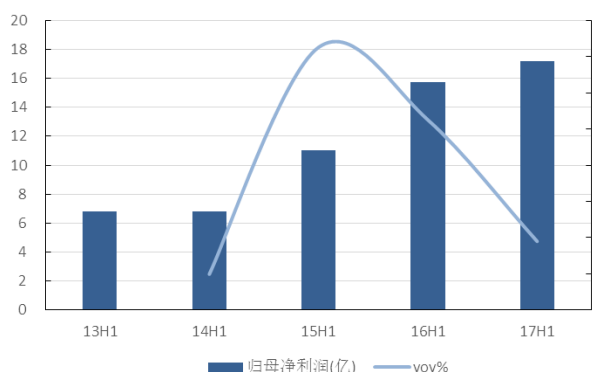
人工景区板块 17H1 营收 24.04 亿元，同比下降 54.62%，实现归母净利润 6.22 亿，同比下降 30.5%。板块业绩下滑主要是受三湘印象地产业务影响，去年同期地产业务基数较高，使本期业绩出现大幅波动。宋城演艺业绩增速强劲，得益于杭州宋城景区高增速和三亚宋城恢复性增长。

图 7: 17H1 人工景区板块营收同比下降 54.62%



数据来源：东北证券，Wind

图 8: 17H1 人工景区归母净利润同比下降 30.5%



数据来源：东北证券，Wind

上半年人工景区板块毛利率为 52.04%，同比增长 6.57 pct，归母净利润率为 14.58%，同比下降 2.13 pct。期间费用率 26.31%，三费中管理费用率占比较大为 14.45%，较去年同期增长 4.14 pct。

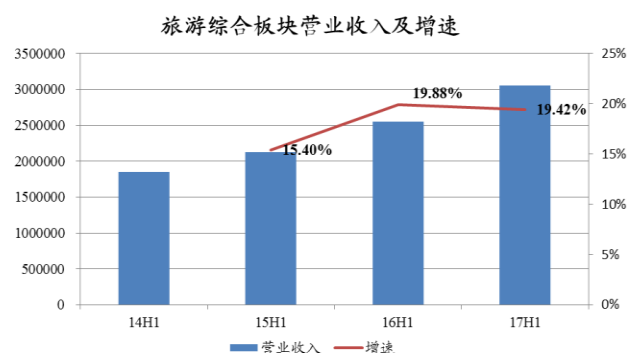
3.5. 旅游综合板块中报回顾

旅游综合板块营收增速稳定，净利润加速增长

我们统计了 13 家旅游综合板块上市公司 2017 年上半年的业绩情况，2017 年上半年旅游综合板块（除去异常）整体实现营业收入 305.10 亿元，较去年同期增长 19.42%；整体实现净利润 22.65 亿元，较去年同期增长 25.64%。营业收入的整体增速与去年相当，仍保持较高水平，而整体的净利润增速大幅超过了去年，可见随着居民收入的增长和消费的升级，旅游板块仍具有巨大空间。

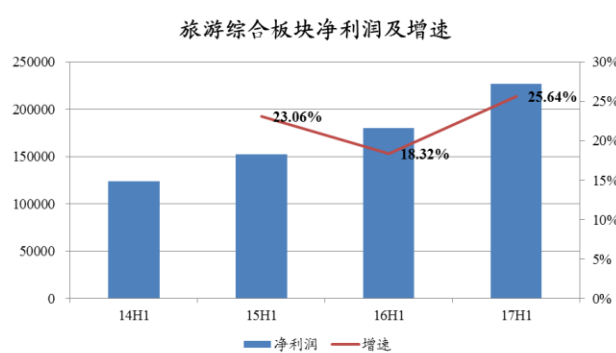
具体公司而言，中国国旅 17 年上半年实现营业收入 125.7 亿元，同比增长 22.5%，实现归母净利润 13.0 亿元，同比增长 17.5%；众信旅游 2017 年上半年实现营业收入 50.54 亿元，同比增长 13.40%，实现归母净利润 9525.14 亿元，同比增长 26.58%；凯撒旅游 17 年上半年实现营业收入 34.05 亿元，同比增长 30.84%，实现归母净利润 1.34 亿元，同比增长 136.11%；腾邦国际 17 年上半年实现营业收入 14.03 亿元，同比增长 166.83%，实现归母净利润 1.62 亿元，同比增长 108.30%；北部湾旅 17 年上半年实现营业收入 8.98 亿元，同比增长 420.68%，实现归母净利润 9432.73 万元，同比增长 210.77%；

图 9: 17H1 旅游综合板块营收及增速



数据来源: 东北证券, Wind

图 10: 17H1 旅游综合板块净利润及增速

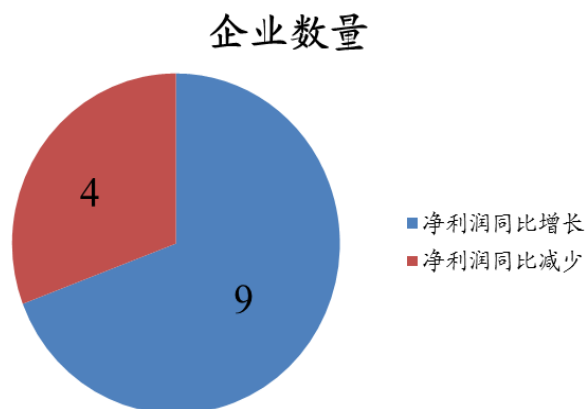


数据来源: 东北证券, Wind

多数企业业绩保持增长, 行业整体健康

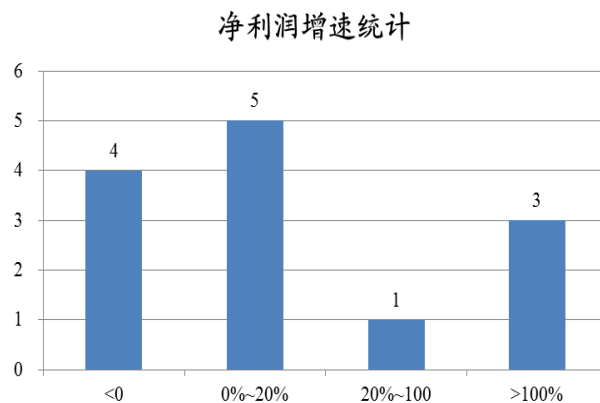
在我们统计的 13 家旅游板块的上市公司中, 有 9 家实现了净利润同比增长, 有 4 家净利润同比下降。从净利润增速分布来看, 增速为负的有 4 家, 增长位于 0~20% 的有 5 家, 位于 20%-100% 的有 1 家, 超过 100% 的有 3 家, 分别为凯撒旅游、腾邦国际和北部湾旅。在净利润下降的公司中, 下降幅度最高的为 39%。可见行业整体业绩比较平稳, 没有公司出现业绩大幅下滑的情况, 而三家增速超过 100% 的公司则反映了行业的巨大发展潜力。

图 11: 企业净利润增长于减少构成



数据来源: 东北证券, Wind

图 12: 17H1 净利润增速统计

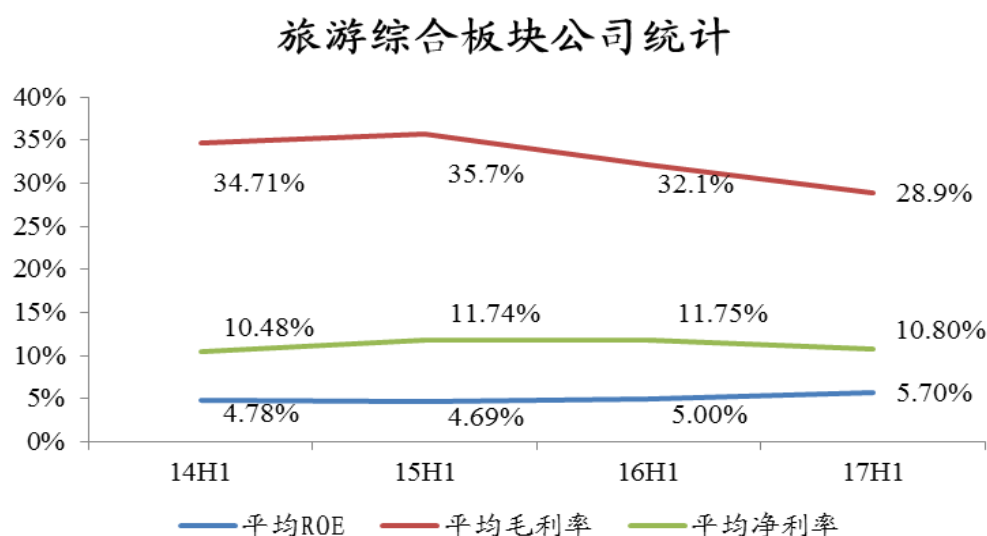


数据来源: 东北证券, Wind

ROE 逐步上升, 毛利率净利率基本保持稳定

我们统计了 13 家旅游综合板块公司的 ROE、毛利率和净利率。在除去亏损的三特索道、国旅联合、西藏旅游 3 家公司外, 其余实现盈利的公司的 ROE 呈现出了明显的上升趋势, 由 2016H1 的 5.00% 上升至 2017H1 的 5.70%, 上升幅度较大, 体现出了旅游综合板块公司强大的盈利能力。而从毛利率和净利率来看, 2017H1 相比于 2016H1 出现了一定程度的下滑, 我们认为这与旅游行业的竞争趋于激烈有关, 但是总体来看, 毛利率和净利率仍然保持稳定。

图 13: 旅游综合板块公司统计

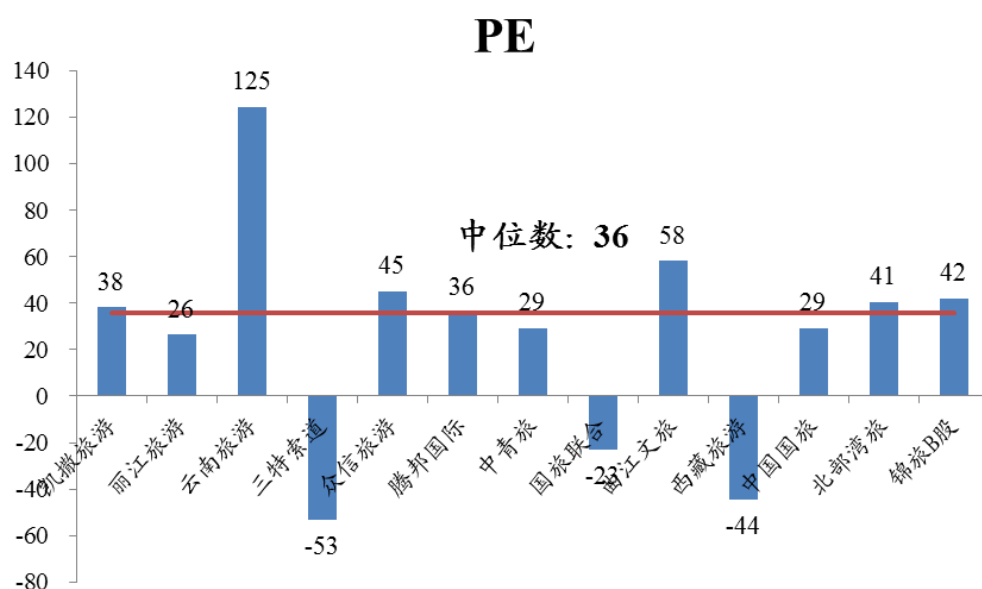


数据来源: 东北证券, Wind

板块大部分公司估值位于 25-50 倍之间, 整体估值已较低

目前在我们统计的 13 家体育板块的上市公司中, PE 的中位数为 36。PE 位于 25-50 倍之间的有 8 家, 占 61.54%, 位于 50-100 倍之间的有 1 家, 高于 100 倍的有 1 家, 另有 3 家 PE 为负。我们认为 PE 中位数 36 体现出行业的整体估值已经较低, 结合行业的高增长, 整体风险已经相对较低。

图 14: 旅游综合板块公司 PE 统计



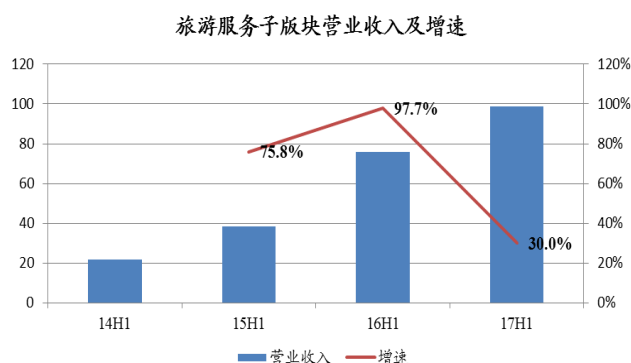
数据来源: 东北证券, Wind

3.5.1. 旅游服务子板块

腾邦国际并表带动板块高速增长

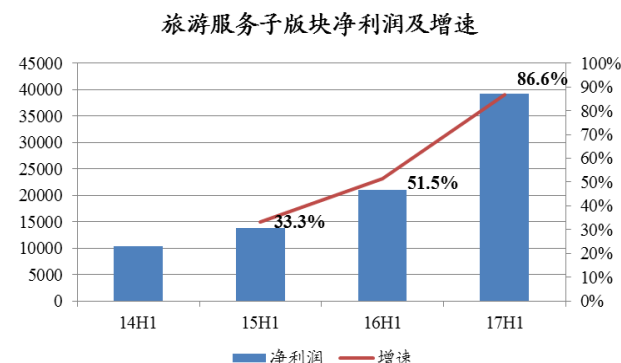
旅游服务板块包括凯撒旅游、众信旅游、腾邦国际三家公司。2017 年上半年旅游服务子板块实现营业收入 98.53 亿元，同比增长 30.0%；实现归母净利润 3.9 亿元，同比增长 86.6%，子板块增长主要由凯撒旅游和腾邦国际投资收益增长及腾邦国际子公司并表导致。其中凯撒旅游、众信旅游、腾邦国际上半年分别实现营业收入 34.1 亿元、50.5 亿元和 14.0 亿元，同比分别增长 30.8%、13.3%和 166.8%，实现归母净利润分别为 1.3 亿元、1.0 亿元和 1.6 亿元，同比分别增长 136.1%、26.6%和 108.3%。

图 15: 17H1 旅游服务子版块营业收入及增速



数据来源：东北证券，Wind

图 16: 17H1 旅游服务子版块净利润及增速



数据来源：东北证券，Wind

毛利率净利率下降而 ROE 上升

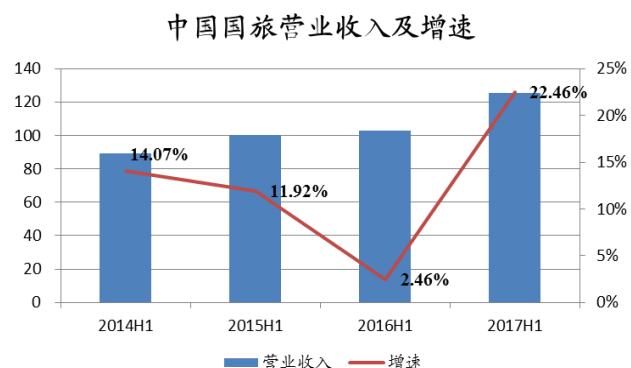
从盈利能力来看，2017 年上半年旅游服务子板块平均毛利率为 16.9%，同比下降 9.4 个百分点，主要因腾邦国际并表子公司后毛利率下降所致；平均净利率为 6.48%，同比下降 0.32 个百分点；平均 ROE 为 7.31%，同比上升 2.77 个百分点。ROE 的大幅增长主要来自于腾邦国际的净利润高速增长。

3.5.2. 免税子板块

免税业务推动中国国旅业绩大增

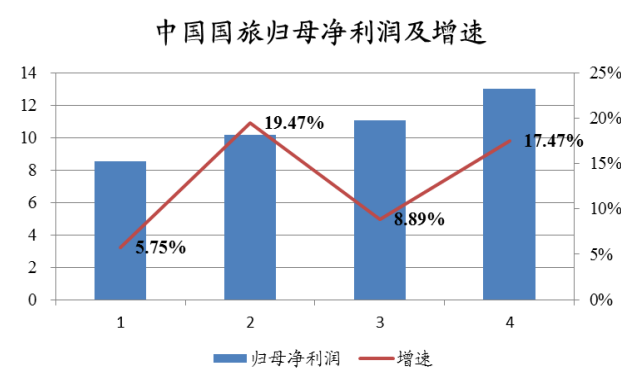
免税板块主要上市公司为中国国旅，公司 17 年上半年实现营业收入 125.7 亿元，同比增长 22.5%，实现归母净利润 13.0 亿元，同比增长 17.5%，业绩增长主要来自于免税业务快速增长，上半年三亚免税购物中心实现营收和净利润分别为 32.3 和 4.66 亿元，同比分别增长 25.0%和 23.8%。

图 17: 17H1 中国国旅收入及增速



数据来源：东北证券，Wind

图 18: 17H1 中国国旅归母净利润及增速

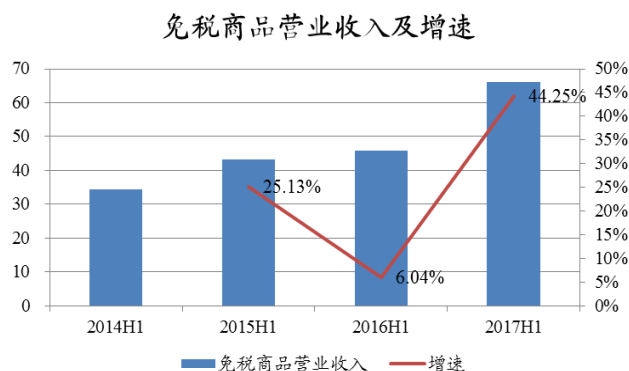


数据来源：东北证券，Wind

免税商品营业收入与毛利率均显著增长，外延扩张趋势明显

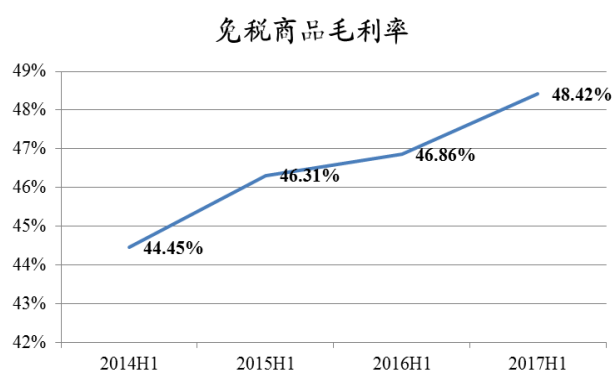
2017 年上半年，公司免税商品营业收入达到 66.04 亿，同比增长 44.25%；免税商品的销售毛利率为 48.42%，同比上升 1.56 个百分点。在免税商品业务外延方面，通过收购日上（中国）51% 股权，增加免税业务收入 13.62 亿元，增加归母净利 0.52 亿元。2017 年以来，公司成功获得了香港机场烟酒段、北京机场 T2 和 T3 航站楼的免税业务经营权，此外中标了广州、南京、青岛、成都、昆明和乌鲁木齐 6 家机场进境免税店的运营权，看好公司在免税业务方面具备巨大潜力。

图 19：17H1 免税商品营业收入及增速



数据来源：东北证券，Wind

图 20：17H1 免税商品毛利率



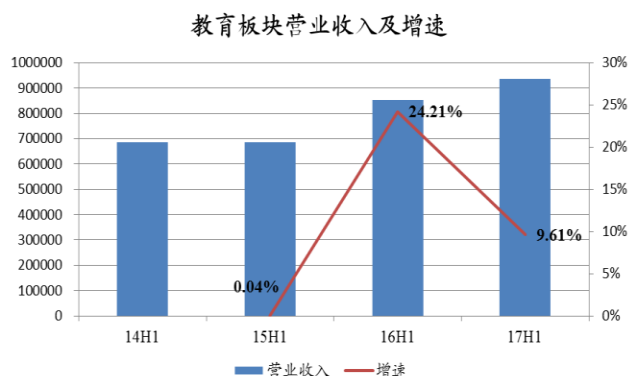
数据来源：东北证券，Wind

3.6. 教育板块中报回顾

教育板块整体营收增速有所放缓，净利润增速创新高

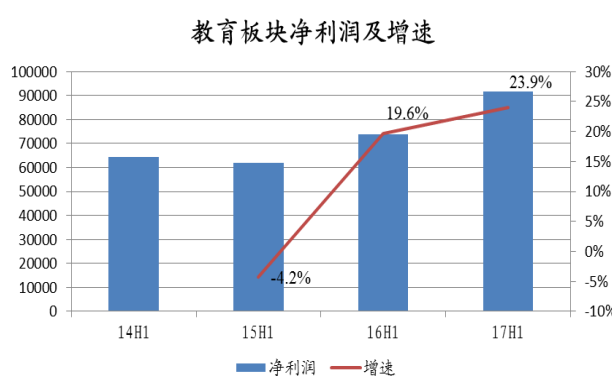
我们统计了 20 家教育板块上市公司 2017 年上半年的业绩情况，2017 年上半年教育板块（除去异常）整体实现营业收入 93.55 亿元，较去年同期增长 9.61%；整体实现净利润 91555 万元，较去年同期增长 23.9%，创造了过去四年以来的最高增速。板块中勤上股份和开元股份完成了并表，直接推动了板块的业绩增长，其中，勤上股份 2017 年上半年实现营收 8.65 亿元，同比增长 93.94%，实现归母净利润 8216.16 万元，同比增长 121.75%。开元股份 2017 年上半年实现营业收入 3.13 亿元，同比增长 125.85%，实现归母净利润 5755.69 万元，同比增长 992.84%。

图 21：17H1 教育板块营业收入及增速



数据来源：东北证券，Wind

图 22：17H1 教育板块净利润及增速



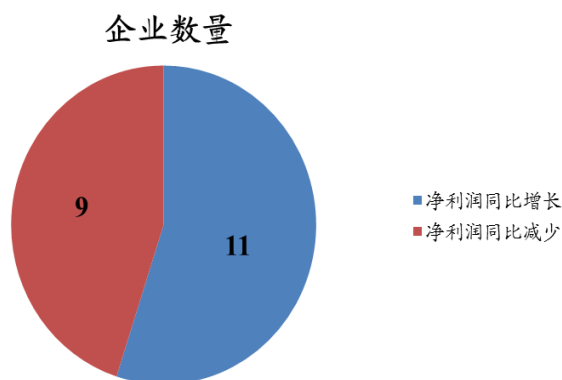
数据来源：东北证券，Wind

近半数企业净利润负增长，其余半数企业增速较高，幼教与职教增速领先

20 家教育板块上市公司中，有 11 家实现了净利润同比增长，有 9 家净利润同比下降。从净利润增速分布来看，增长幅度为负的有 9 家，位于 0~20% 的有 5 家，位于

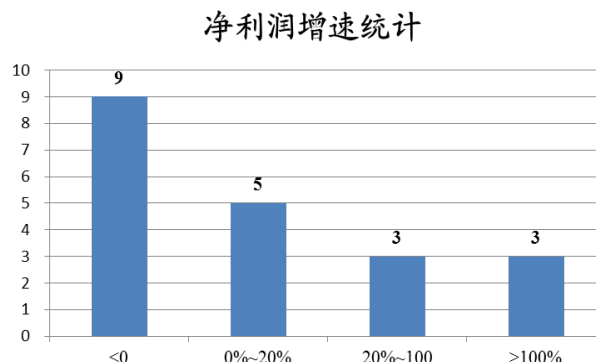
20%-100%的有 3 家，超过 100%的有 3 家，分别为开元股份、勤上股份和中泰桥梁。

图 23: 17H1 教育行业净利润增长与减少企业数量



数据来源：东北证券，Wind

图 24: 17H1 净利润增速统计

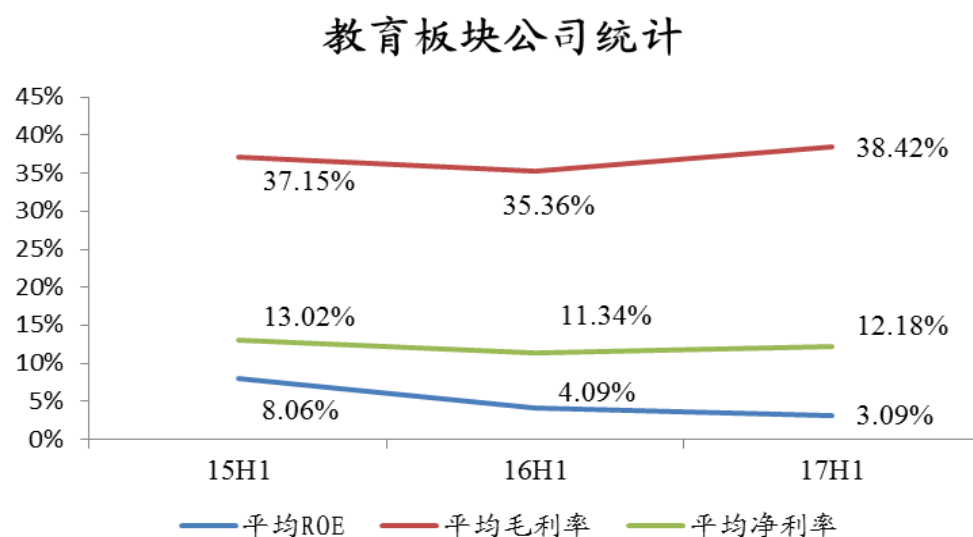


数据来源：东北证券，Wind

教育板块整体毛利率净利率有所上升，ROE 略有下降

2017 年上半年，教育板块整体的平均毛利率为 38.42%，同比上升 3.06 个百分点；平均净利率为 12.18%，同比上升 0.84 个百分点，毛利率和净利率的上升在一定程度上反映了教育板块公司盈利能力的增强。2017 年上半年教育板块平均 ROE 为 3.09%，同比下降 1.00 个百分点。教育板块中 ROE 较高的公司有，秀强股份 8.95%、威创股份 4.33%、东方时尚 6.95%、多伦科技 4.89%、邦宝益智 4.89%和珠江钢琴 4.52%。

图 25: 教育板块公司统计



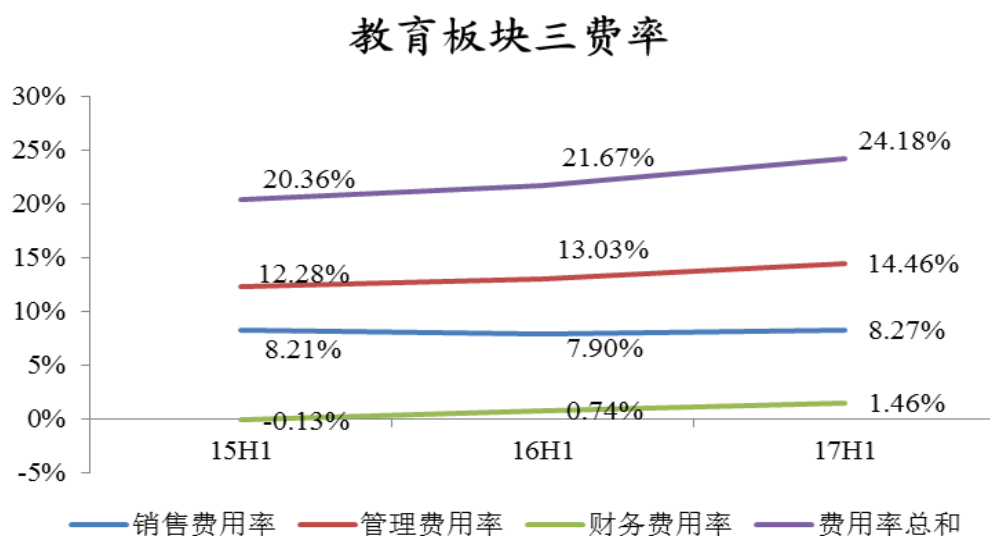
数据来源：东北证券，Wind

教育板块公司扩张带来三费率上升

2017 年上半年，教育板块公司的平均销售费用率为 8.27%，同比上升 0.37 个百分点；平均管理费用率为 14.46%，同比上升 1.43 个百分点；平均财务费用率为 1.46%，同

比上升 0.70 个百分点。总体三费率为 24.18%，同比上升 2.51 个百分点。我们认为三费率的上升主要因为教育板块的公司的业务扩张导致的相应广告宣传、人员经费、物料消耗的费用上升。

图 26: 旅教育板块三费统计

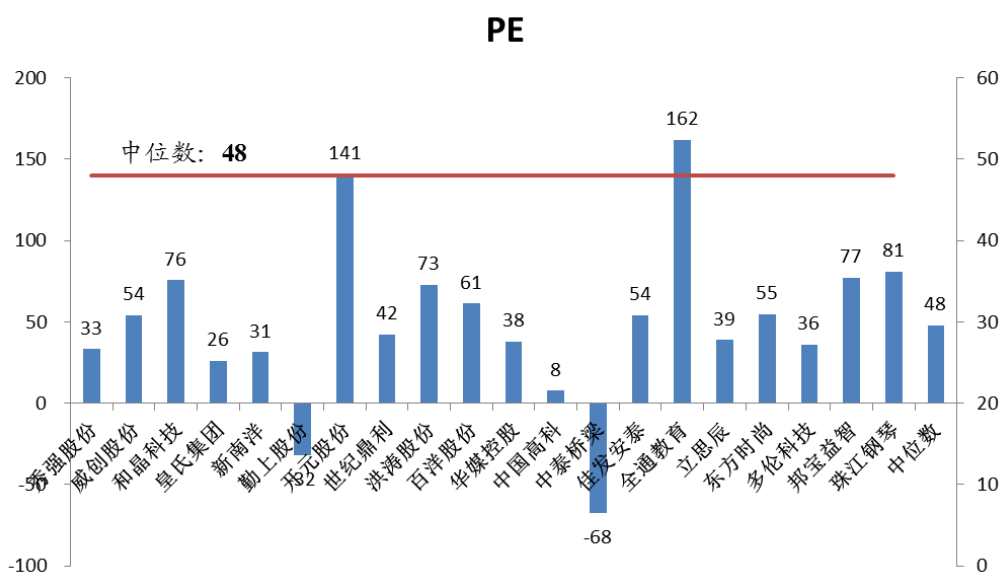


数据来源: 东北证券, Wind

教育板块整体估值已经下降

随着教育板块公司整体净利润的增长, 教育板块的估值已经有所下降。目前在我们统计的 20 家教育公司中, PE 的中位数为 48。PE 低于 20 倍的有 1 家中国高科, 位于 20-50 倍之间的有 7 家, 位于 50-100 倍之间的有 8 家, 高于 100 倍的有 2 家, 另有 2 家 PE 为负。整体的 PE 中位数为 48, 我们认为已经处于一个合理的水平。

图 27: 教育板块公司 PE 统计



数据来源: 东北证券, Wind

3.6.1. 幼教板块

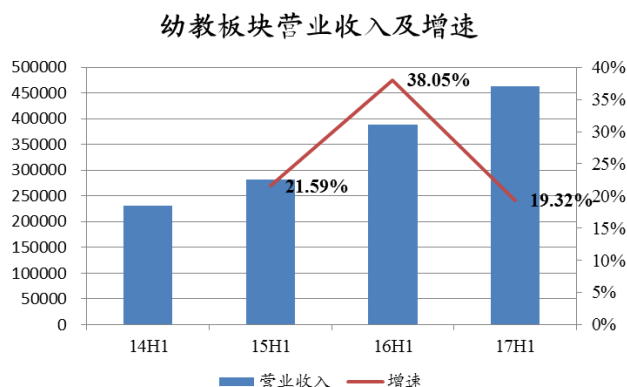
幼教板块营收和净利润保持迅猛增势

我们统计了教育板块下面的幼教子板块的 6 家上市公司的业绩情况。2017 年上半年,

幼教子板块共实现营业收入 463222 万元，同比增长 19.32%；实现净利润 48193 万元，同比增长 31.1%，部分由勤上股份并表贡献。可以看出，幼教板块的整体营收和净利润增速高于教育板块，在教育板块中属于发展很快的子板块。

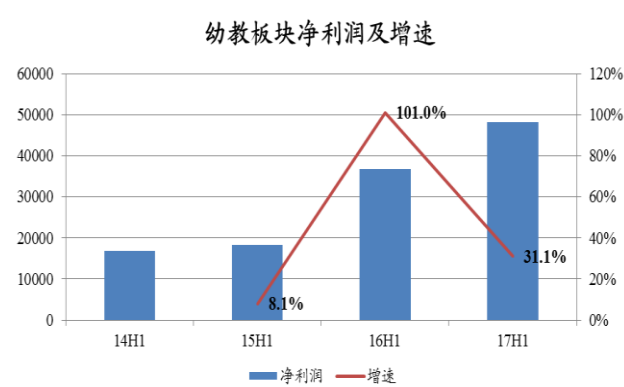
在幼教板块中，威创股份 2017 年上半年实现归母净利润 10272.75 万元，同比增长 45.44%；秀强股份 2017 年上半年实现归母净利润 11382.88 万元，同比增长 57.26%；勤上股份 2017 年上半年实现归母净利润 8216.16 万元，同比增长 121.75%。整体来看，2017 年上半年幼教板块的公司业绩爆发增长，体现了幼教行业的巨大盈利能力。

图 28: 17H1 幼教版块营业收入及增速



数据来源：东北证券，Wind

图 29: 17H1 幼教版块净利润及增速



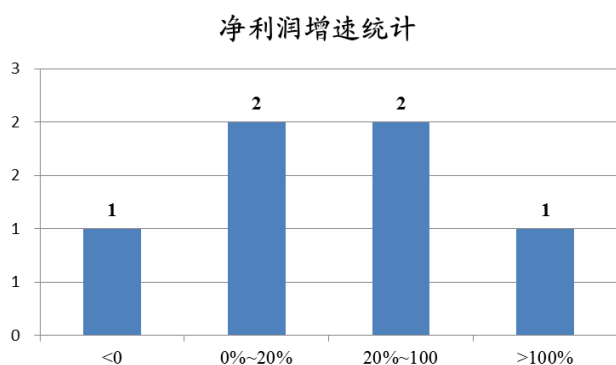
数据来源：东北证券，Wind

幼教板块公司业绩基本都实现增长，估值处于较低水平

在幼教板块的 6 家公司中，2017 年上半年净利润增长位于 0-20% 的有 2 家，位于 20%-100% 的有 2 家，高于 100% 的有 1 家，另有一家实现负增长，总体保持了高速增长。

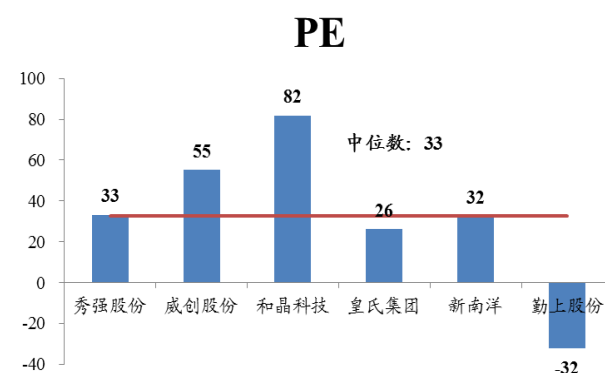
而在估值方面，幼教板块公司的 PE 分别为 33、55、82、26、32、-32，PE 的中位数为 33，低于教育板块的中位数 48，是一个较低的 PE 水平。

图 30: 17H1 幼教板块净利润增速统计



数据来源：东北证券，Wind

图 31: 17H1 幼教板块 PE 统计



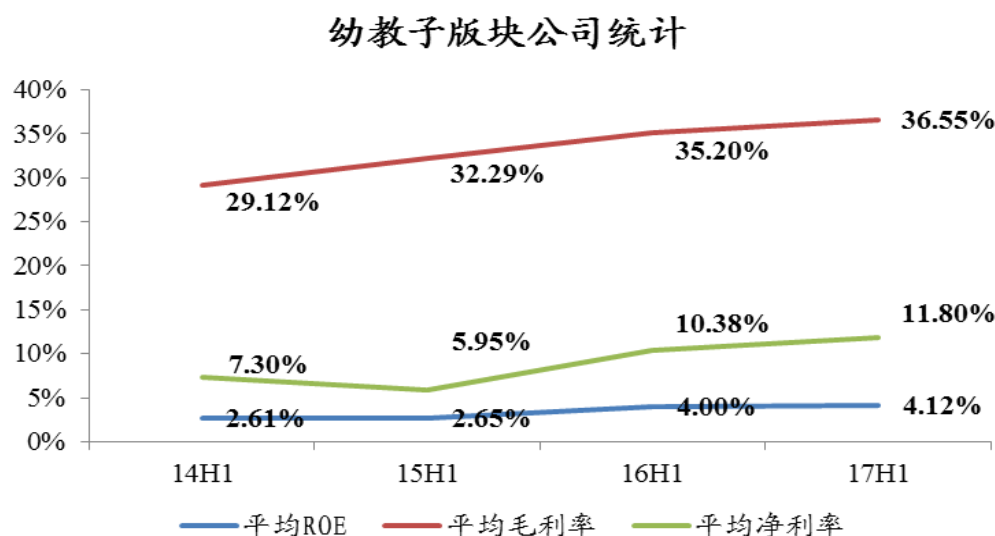
数据来源：东北证券，Wind

幼教板块毛利率、净利率、ROE 都呈现了明显的上升

从盈利能力来看，2017 年上半年旅游幼教子板块平均毛利率为 36.55%，同比上升 1.35 个百分点，并且已经连续四年提高；平均净利率为 11.80%，同比上升 1.42 个百分点；平均 ROE 为 4.12%，同比上升 0.12 个百分点，同样已经连续四年提高。

从这三个指标来看，幼教板块的盈利能力相当不错。

图 32: 幼教子板块公司统计



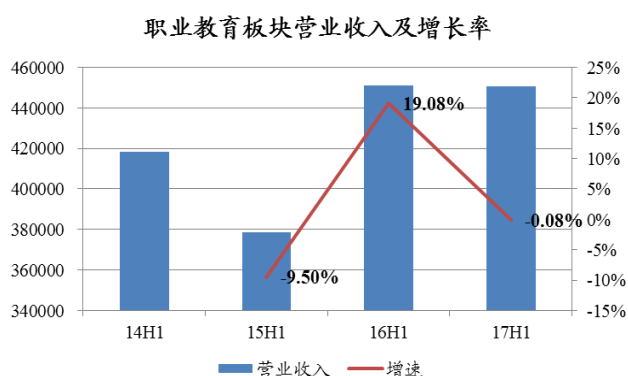
数据来源: 东北证券, Wind

3.6.2. 职业教育板块

职业教育板块营收整体平稳, 净利润增速亮眼

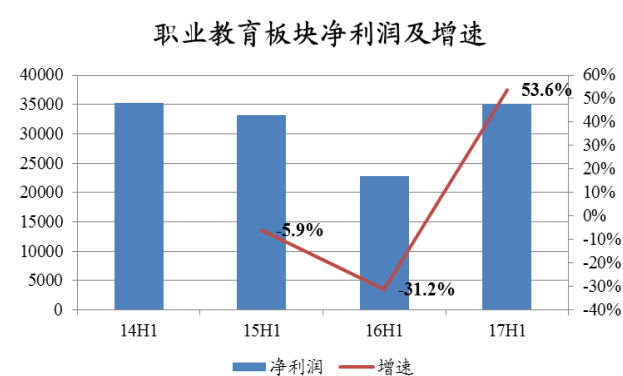
我们统计了教育板块下面的职业教育子板块的 6 家上市公司的业绩情况。2017 年上半年, 职业教育子板块共实现营业收入 450561 万元, 同比下降 0.08%, 营业收入的整体下降主要因为中国高科营收大幅下降, 除去中国高科后营业收入整体增长 14.13%; 职业教育子板块共实现净利润 35034 万元, 同比增长 53.6%, 净利润的大幅增长主要因为开元股份完成对恒企教育和中大英才的收购, 实现并表。其中, 开元股份 2017 年上半年实现营业收入 3.13 亿元, 同比增长 125.85%, 实现归母净利润 5755.69 万元, 同比增长 992.84%; 世纪鼎利 2017 年上半年实现营业收入 3.34 亿元, 同比下降 0.20%, 实现归母净利润 7275.17 万元, 同比增长 35.89%。百洋股份由于收购火星时代的方案于 2017 年 7 月 31 日获证监会批准, 其职教业务在未纳入 2017 年上半年报, 根据业绩承诺, 火星时代 2017 年实现扣非净利润不低于 8000 万元。

图 33: 17H1 职业教育版块营业收入及增速



数据来源: 东北证券, Wind

图 34: 17H1 职业教育版块净利润及增速

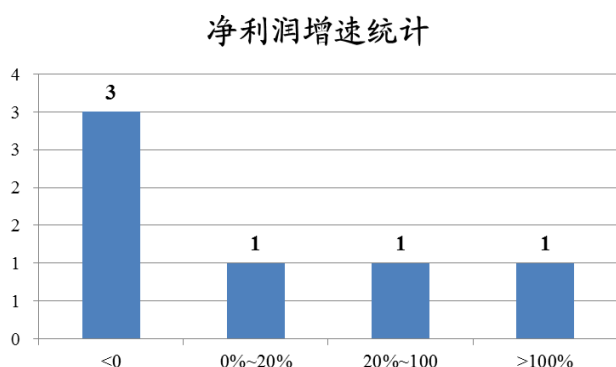


数据来源: 东北证券, Wind

职业教育板块业绩分化，整体估值与教育板块相当

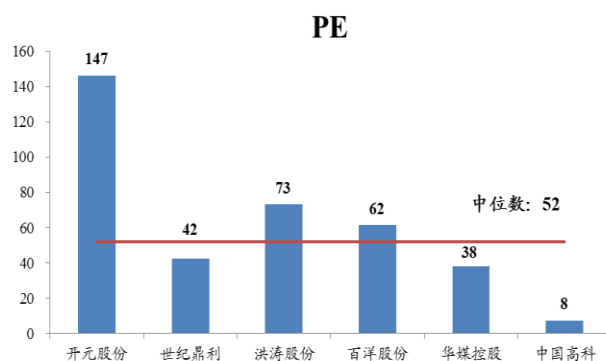
在我们统计的 6 家职业教育公司中，2017 年上半年实现归母净利润同比增长的有 3 家，占 50%，分别为百洋股份、世纪鼎利和开元股份，相应归母净利润增长幅度分别为 5%、36%、992%；净利润同比下降的有三家，下降幅度分别为 17%、40%、436%。职业教育板块的 6 家公司的 PE 分别为 147、42、73、62、38、8，PE 中位数为 52。可以看出，职业教育板块公司的估值差距较大，但估值中位数与教育板块总体中位数相当。

图 35: 17H1 职业教育净利润增速统计



数据来源：东北证券，Wind

图 36: 17H1 职业教育 PE 统计



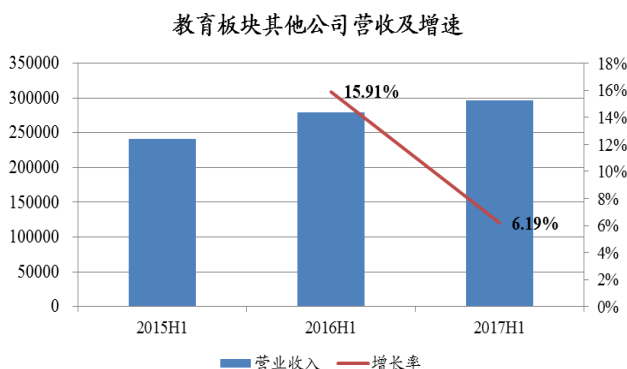
数据来源：东北证券，Wind

3.6.3. 教育板块其他公司综述

教育板块其他公司营收增速整体下滑，净利润有所下降

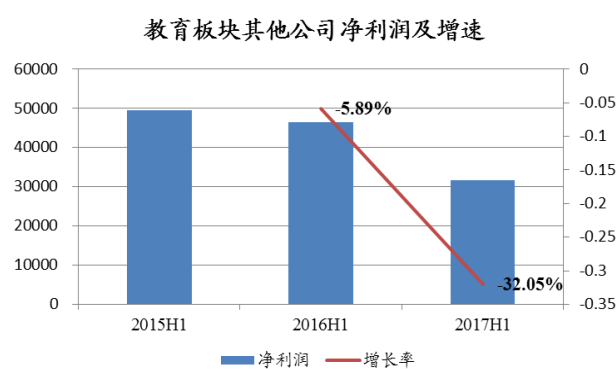
我们对教育板块的其他公司中，我们对在线教育、艺术培训、驾校培训、教育用品这 4 个子板块的 6 家公司的业绩进行了梳理。2017 年上半年，这 6 家公司整体实现营业收入 29.61 亿元，同比上升 6.19%；整体实现净利润 31590 万元，同比下降 32.05%，整体下降幅度较大。

图 37: 17H1 教育其他版块营业收入及增速



数据来源：东北证券，Wind

图 38: 17H1 教育其他版块净利润及增速

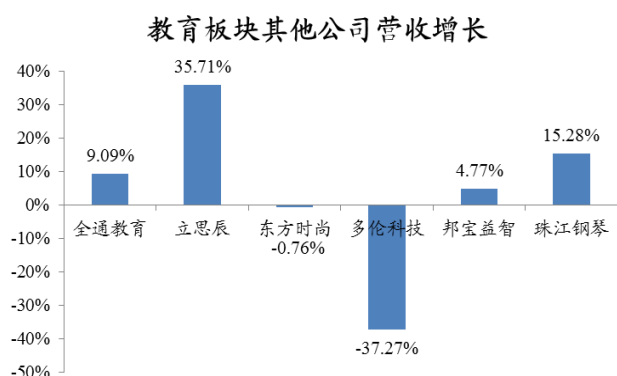


数据来源：东北证券，Wind

多数公司业绩有不同程度下滑

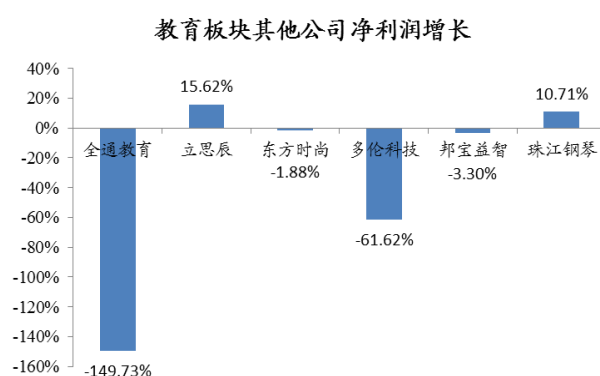
从具体公司来看，营收收入下降的两家公司都为驾校培训的公司，其他的教育子板块仍保持了一定幅度的营收增长。在净利润方面，除了在线教育的立思辰和艺术教育的珠江钢琴两家公司之外，其他公司的净利润都出现了不同程度的下滑。由此可见，在教育板块中，与幼教和职业教育相比，其他板块的发展速度较慢。

图 39: 17H1 旅游其他版块营业收入增速



数据来源: 东北证券, Wind

图 40: 17H1 旅游其他版块净利润及增速



数据来源: 东北证券, Wind

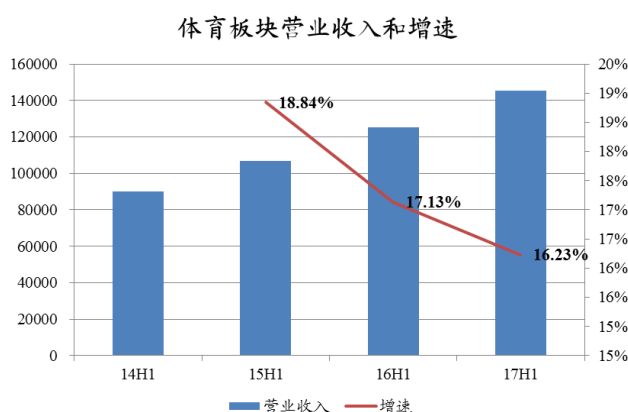
3.7. 体育板块中报回顾

体育板块营收和净利润保持稳步增长, 折射体育行业高速发展

我们统计了 27 家体育板块上市公司 2017 年上半年的业绩情况, 2017 年上半年体育板块 (除去异常) 整体实现营业收入 1453.67 亿元, 较去年同期增长 16.23%; 整体实现净利润 68.94 亿元, 较去年同期增长 20.8%。营业收入的整体增速与前两年相比, 略微有所下滑但仍保持较高水平, 而整体的净利润增速与去年持平。

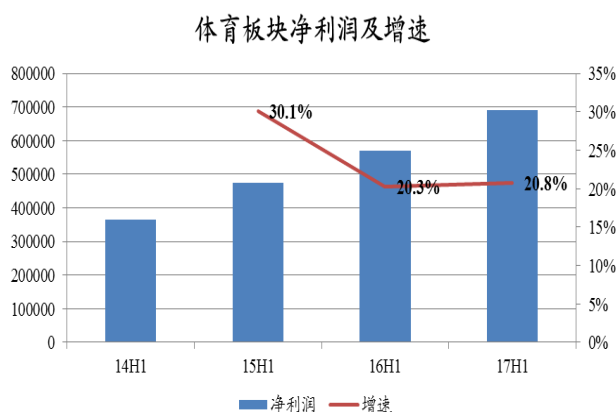
在具体的公司中, 莱茵体育 2017 年上半年体育业务实现收入 2815.74 万元, 同比上升 1002.70%; 信隆健康实现营业收入 9.10 亿元, 同比增长 43.12%, 实现归母净利润 3101.43 万元, 同比增长 70.00%; 中体产业 2017 年上半年实现营业收入 4.07 亿元, 同比下降 8.36%, 实现归母净利润 1347.92 万元, 同比增长 89.48%

图 41: 17H1 体育版块营业收入及增速



数据来源: 东北证券, Wind

图 42: 17H1 体育版块净利润及增速

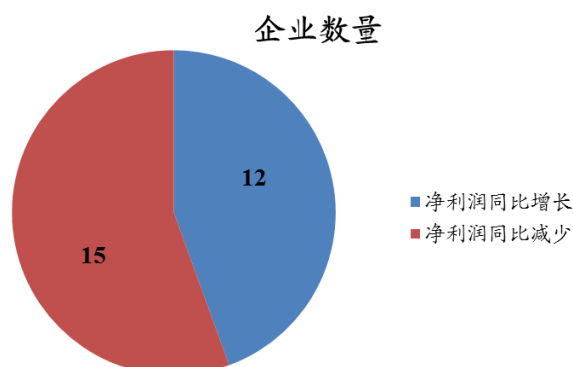


数据来源: 东北证券, Wind

超过半数企业净利润同比下降, 多数下降幅度不大

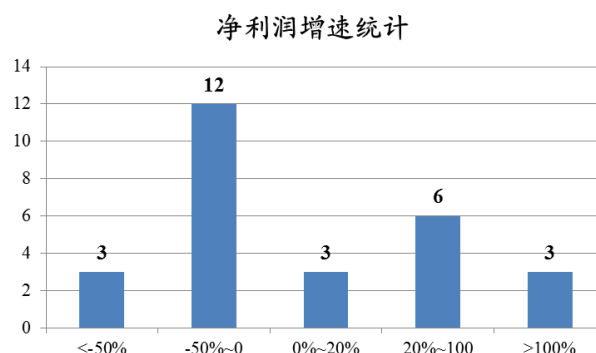
在我们统计的 27 家体育板块的上市公司中, 有 12 家实现了净利润同比增长, 有 15 家净利润同比下降。从净利润增速分布来看, 增长低于-50%的有 3 家, 位于-50%-0%的有 12 家, 位于 0~20%的有 3 家, 位于 20%-100%的有 6 家, 超过 100%的有 3 家。可见体育板块的公司业绩呈现分化的现象, 我们认为多数企业净利润下降的原因为体育 IP 价格的上市和体育投资金额的上市。整体来看, 业绩下降的企业中大多数下降幅度不大, 而行业整体净利润仍保持高速增长。

图 43: 17H1 体育净利润增长与减少企业数量



数据来源：东北证券，Wind

图 44: 17H1 体育版块净利润增速统计

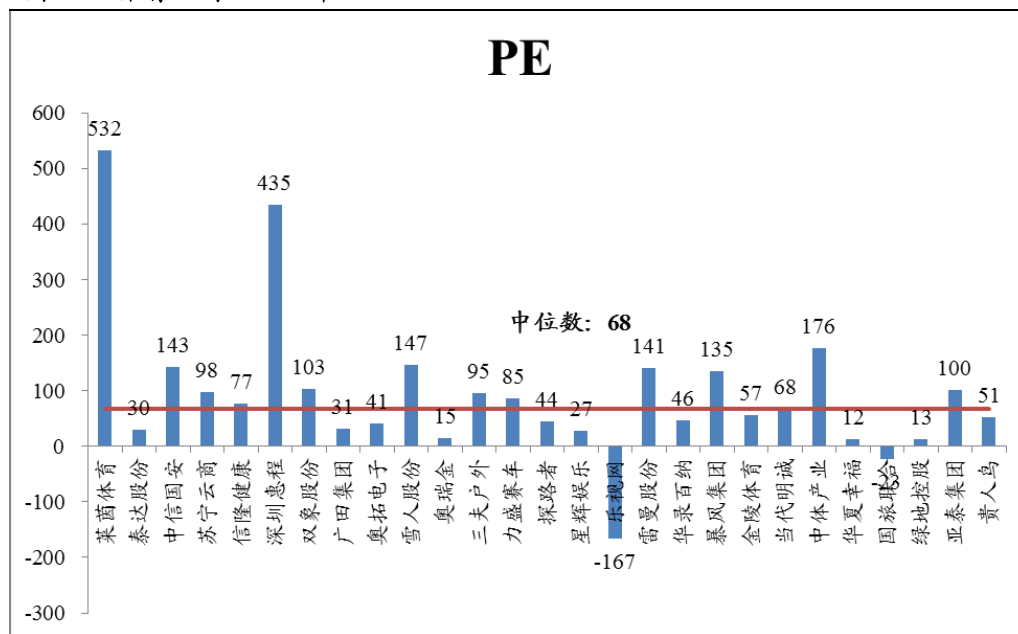


数据来源：东北证券，Wind

体育板块整体估值仍处于较高水平

根据我们的统计，体育板块的整体估值仍处于较高水平。目前在我们统计的 27 家体育板块的上市公司中，PE 的中位数为 68。PE 低于 20 倍的有 3 家，位于 20-50 倍之间的有 6 家，位于 50-100 倍之间的有 8 家，高于 100 倍的有 8 家，另有 2 家 PE 为负。由于体育板块的上市公司中有相当一部分的主营业务不是体育而只是在体育领域有重要投资，因此体育板块的估值差异较大，由于体育行业整体上目前仍处于投资阶段，因此估值仍在高位。

图 45: 体育公司 PE 统计



数据来源：东北证券，Wind

分析师简介:

吕思奇: 毕业于福特汉姆大学, 金融学硕士学位。于2016年加入东北证券, 任职社会服务行业分析师

李慧: 美国伊利诺伊大学金融硕士, 厦门大学广告学学士、经济学双学士, 通过CFA三级。2015年加入东北证券, 现任社会服务行业分析师。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国 吉林省长春市

生态大街6666号
邮编: 130119
电话: 4006000686
传真: (0431)85680032
网址: <http://www.nesc.cn>

中国 北京市西城区

锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编: 100033
电话: (010)63210800
传真: (010)63210867

中国 上海市浦东新区

杨高南路729号
邮编: 200127
电话: (021)20361009
传真: (021)20361258

中国 深圳南山区

大冲商务中心1栋2号楼24D
邮编: 518000

机构销售

华北地区

销售总监 李航
电话: (010) 63210890
手机: 185-1501-8255
邮箱: lihang@nesc.cn

华东地区

销售总监 袁颖
电话: (021) 20361100
手机: 136-2169-3507
邮箱: yuanying@nesc.cn

华南地区

销售总监 邱晓星
电话: (0755) 33975865
手机: 186-6457-9712
邮箱: qiuxx@nesc.cn