

教育总体业绩靓丽，旅游业分化明显，关注线上和职教龙头

——社服行业 2019 年年报及 2020 年一季报总结

行业深度

● 行业概况：教育总体业绩靓丽，旅游业分化明显

2019 年教育板块整体业绩出现较大改善，尤其是净利润出现大幅回升。

2019 年教育板块实现营业收入 634.61 亿元，同比增长 14.1%，比 2018 年同期（9.69%）有较为大幅的增长；净利润 78.54 亿元，同比增长 4346.49%。

2019 年，旅游餐饮行业总营收 3511.2 亿元，同比增长 6.3%；归母净利 408.2 亿元，同比增长 3.4%。业绩增速创近 3 年来新低，主要原因在于受经济下行消费疲软影响，餐饮旅游所有子行业增速均有所下滑。

2020Q1 受疫情影响，餐饮旅游和线下教育机构均遭遇巨大冲击，业绩普遍下滑或者亏损。但在线教育反而因疫情加速发展，业绩表现亮眼。

● 教育板块：总体稳健增长，线上教育和职教表现亮眼

从净利润对比来看，职业教育净利润领先，2019 年为 40.71 亿元，其次为高等教育，净利为 28.54 亿元；早幼教及 K12 教育扭亏为盈，板块整体净利润达到 15.02 亿元。综合来看，教育行业继续保持增长趋势，景气度最高、业绩确定性最强的是职业教育；其次为高等教育；业务空间大、业绩弹性最高的是在线教育；K12 教育发展相对稳健，细分学科的龙头增长迅速。

● 旅游行业：整体业绩承压，免税龙头长期增长逻辑不改

从营收和利润增速来看，行业整体承压，Q1 因疫情普遍大幅亏损。总体来看，免税行业增长强劲，中国国旅免税业务近 3 年来持续保持 30% 的高增长，景气度最高；其次是龙头综合平台公司与龙头餐饮公司，如美团点评、海底捞等，业绩增长超过 50%，但行业竞争激烈，业绩稳定性稍弱。景区、酒店、出境游等板块均不同程度出现增速放缓或者下滑。

● 投资建议：关注疫情影响小的行业，推荐职教和在线教育龙头

教育：受稳就业政策利好，职业招录考试和职业技能培训市场需求将持续增长，我们看好职业教育发展前景。目前，多地学校已开学，线下培训机构也逐步恢复业务，走向复苏。同时，线上教育因疫情反而加速发展，未来增长潜力巨大。因此，我们推荐职教培训和在线教育龙头。

旅游：随着国内疫情好转，全国各地旅游景区正有序恢复开放，各地也纷纷出台措施刺激文旅消费。我们认为，国内旅游市场正处于不断复苏的进程。因此，可静待细分板块龙头企业复苏，建议关注长期逻辑有支撑的公司。

● 风险提示：疫情反弹风险、疫情防控政策变化风险、公司经营风险

重点公司财务及估值

证券代码	股票名称	市值 (亿元)	ROE	EPS			PE		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
002607.SZ	中公教育*	1,611	52.59	0.29	0.39	0.52	77.6	58.7	43.4
0667.HK	中国东方教育	251	13.85	0.41	0.45	0.57	37.8	25.3	20.1
1797.HK	新东方在线*	283	-2.93	-0.12	-0.13	-0.01	-	-	-
300010.SZ	立思辰	153	1.77	0.04	0.24	0.45	366.4	63.5	38.3
300662.SZ	科锐国际*	70	17.68	0.84	0.99	1.29	42.2	35.6	27.3
6862.HK	海底捞	1,651	22.07	0.44	0.37	0.88	63.4	85.0	35.6

资料来源：Wind，新时代证券研究所（带*为新时代社服行业覆盖标的，其余公司均采用 Wind 一致预期，股价为 2020 年 05 月 08 日收盘价，净利润为负情况剔除 PE 值）

推荐（维持评级）

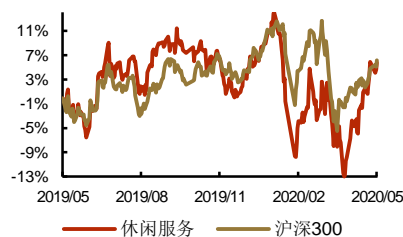
姚轩杰（分析师）

010-69004656

yaoxuanjie@xsdzq.cn

证书编号：S0280518010001

行业指数一年走势



相关报告

《人才市场改革释放长期红利，人力及职教龙头或持续受益》2020-04-10

《清明节游客量恢复至往年 4 成，五一或继续复苏向好》2020-04-07

《海南发布旅游振兴 30 条，松免税政策、发惠民礼包促市场复苏》2020-03-23

《23 部委发布促消费实施意见，惠及旅游业及职业教育发展》2020-03-15

《教师扩招促职教培训龙头受益，周边游五一或迎小高峰》2020-03-08

目 录

1、 行业总览：餐饮旅游分化明显，教育总体业绩靓丽	5
1.1、 教育行业总体业绩靓丽	5
1.2、 旅游行业：增速放缓，板块分化明显	7
2、 教育行业：总体稳健增长，线上教育和职教表现亮眼	10
2.1、 早教及 K12 教育：线下停业致 20Q1 亏损，后续逐步复苏	10
2.2、 在线教育：疫情加速行业发展，新东方在线持续加码 K12	11
2.3、 职业教育： 疫情不改业绩高增长，毛利率超 55%	12
2.4、 高等教育： 2019 年业绩增长 39%，净利率保持板块第一	14
2.5、 综合服务： 2019 年业绩增长 15%，行业发展稳健	15
2.6、 教育信息化： 2019 年业绩较好，20Q1 业绩下滑明显	16
3、 旅游行业：整体业绩承压，免税龙头长期增长逻辑不改	17
3.1、 免税：中国国旅因疫情 Q1 亏损，长期增长有支撑	17
3.2、 景区：疫情影响致 Q1 普遍亏损，宋城演艺表现优秀	19
3.3、 酒店：19 年业绩微增，20Q1 受疫情影响大幅亏损	20
3.4、 餐饮：2019 年业绩放缓，龙头强劲，20Q1 因疫情亏损	21
3.5、 出境游：行业景气度低迷，海外疫情持续冲击	22
3.6、 综合平台：美团流量优势凸显，未来增长趋势无虞	23
4、 投资建议	25
4.1、 行业总结：关注疫情影响小的行业，推荐职教和在线教育龙头	25
4.2、 个股投资建议及评级	25
5、 风险分析	25
5.1、 疫情反弹风险	25
5.2、 疫情防控政策变化风险	26
5.3、 公司经营风险	26

图表目录

图 1： 2015-2019 年教育板块营业收入及增速	5
图 2： 2015-2019 年教育板块净利润及增速	5
图 3： 2015-2019 年教育板块毛利率及净利率	6
图 4： 2015-2019 年教育板块各费用率	6
图 5： 2015-2019 年教育板块营业收入对比	6
图 6： 2015-2019 年教育板块净利润对比	6
图 7： 2015-2019 年教育板块营业收入增速对比	7
图 8： 2015-2019 年教育板块净利润增速对比	7
图 9： 旅游餐饮行业营业收入	7
图 10： 2015-2019 年旅游餐饮行业归母净利润	8
图 11： 2015-2019 年旅游餐饮行业毛利率	8
图 12： 2015-2019 年旅游餐饮行业营收	9
图 13： 2015-2019 年旅游餐饮行业归母净利润	9
图 14： 2016-2019 年旅游餐饮板块营收同比增速	9
图 15： 2016-2019 年旅游餐饮板块净利润同比增速	9
图 16： 2018-2020Q1 早教及 K12 教育营业收入及增速	10

图 17: 2018-2020Q1 年旅游餐饮行业毛利率	10
图 18: 2018-2020Q1 早幼教及 K12 教育板块毛利率及净利率	10
图 19: 2018-2020Q1 新东方在线营业收入及增速	11
图 20: 2018-2020Q1 新东方在线净利润及增速	11
图 21: 2018-2020Q1 新东方在线毛利率及各业务毛利率	12
图 22: 2018-2020Q1 新东方在线净利率	12
图 23: 新东方在线净利率与同行业公司对比	12
图 24: 2018-2020Q1 职业教育板块营收及增速	13
图 25: 2018-2020Q1 职业教育板块归母净利润及增速	13
图 26: 2018-2020Q1 职业教育板块毛利率	13
图 27: 2018-2019 高等教育板块营业收入及增速	14
图 28: 2018-2019 高等教育板块归母净利润及增速	14
图 29: 2018-2019 高等教育板块毛利率及净利率	14
图 30: 2018-2020Q1 综合服务板块营业收入及增速	15
图 31: 2018-2020Q1 综合服务板块归母净利润及增速	15
图 32: 2018-2020Q1 综合服务板块毛利率及净利率	16
图 33: 2018-2020Q1 教育信息化板块营业收入及增速	16
图 34: 2018-2020Q1 教育信息化板块净利润及增速	16
图 35: 2018-2020Q1 教育信息化板块毛利率及净利率	17
图 36: 2015-2020Q1 中国国旅营业收入及增速	18
图 37: 2015-2020Q1 中国国旅归母净利润及增速	18
图 38: 2015-2020Q1 中国国旅毛利率及净利率	18
图 39: 2015-2020Q1 中国国旅各费用率	18
图 40: 2019 中国国旅收入结构	19
图 41: 2019 中国国旅归母净利润结构	19
图 42: 2015-2020Q1 景区行业营业收入	19
图 43: 2015-2020Q1 景区行业归母净利润	19
图 44: 2018-2020Q1 年酒店业营收及同比增速	20
图 45: 2018-2020Q1 年酒店业归母净利润及同比增速	20
图 46: 2015-2020Q1 酒店业毛利率	21
图 47: 2018-2020Q1 年餐饮业营收及同比增速	21
图 48: 2018-2020Q1 年餐厅业归母净利润及同比增速	21
图 49: 2015-2020Q1 餐饮业毛利率	22
图 50: 众信旅游收入结构	23
图 51: 2015-2020Q1 众信旅游营业收入	23
图 52: 2015-2020Q1 众信旅游归母净利润	23
图 53: 2015-2019 美团点评营业收入及增速	24
图 54: 2015-2019 美团点评归母净利润及增速	24
图 55: 2015-2019 美团点评毛利率及净利率	24
图 56: 2015-2019 美团点评 ROE	24
图 57: 2015-2019 同程艺龙营业收入及增速	24
图 58: 2015-2019 同程艺龙归母净利润及增速	24
图 59: 2015-2019 同程艺龙毛利率及净利率	25
图 60: 2015-2019 同程艺龙 ROE	25
表 1: 2018-2020Q1 重点公司营业收入	11
表 2: 2018-2020Q1 职教重点公司营业收入和净利润	13

表 3: 2018-2019 重点公司营业收入、净利润.....	14
表 4: 2018-2020Q1 重点公司营业收入、净利润.....	16
表 5: 2018-2020Q1 重点公司营业收入、净利润.....	17
表 6: 自然景区重点公司营收、净利润对比	19
表 7: 休闲景区公司营收、净利润对比	20
表 8: 酒店板块重点公司业绩情况.....	21
表 9: 餐饮板块重点公司业绩情况.....	22
表 10: 个股投资建议及评级.....	25

1、行业总览：餐饮旅游分化明显，教育总体业绩靓丽

样本公司筛选：我们将A股中信行业分类中的“CS 消费者服务”包含的公司，以及港股中信港股通行业分类中的“餐饮旅游”和“综合”包含的公司作为样本基础，通过对主营业务的甄别筛选，最终选取70家公司形成本报告的样本池。

统计口径：针对港股公司，将财年年报区间不为自然年的口径，调整为按自然年的口径。具体方法为：财年年报截止日期为8月31日的，将上一财年营收按月平均后取4个月营收，与当前财年营收按月平均后取8个月的营收进行加总，从而得到以当前自然年为统计口径的营收数据，其余指标同样按此法进行调整。

1.1、教育行业总体业绩靓丽

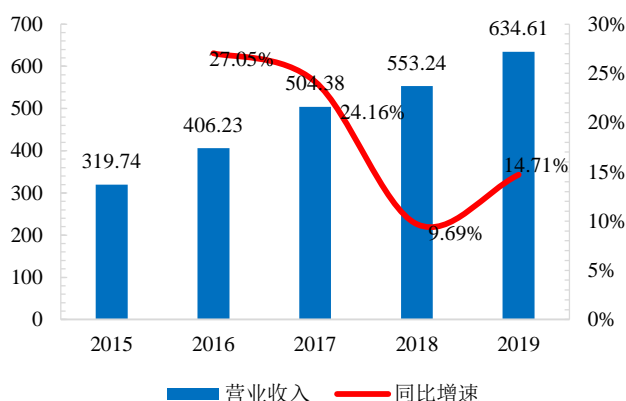
2019年教育板块整体业绩出现较大改善，尤其是净利润出现大幅回升。营业收入维持稳定增长，净利润同比增长4346.49%至77.46亿元，毛利率及净利率分别升至近五年内最高值，除销售费用率及研发费用率持续增长外，其余费用率均处于较为平稳状态。

1.1.1、2019年教育行业利润大幅回升

2019年教育板块实现营业收入634.61亿元，同比增长14.1%。虽然相比2016年与2017年同期分别达27.05%和24.16%的增速稍有逊色，但比2018年同期(9.69%)有较为大幅的增长。

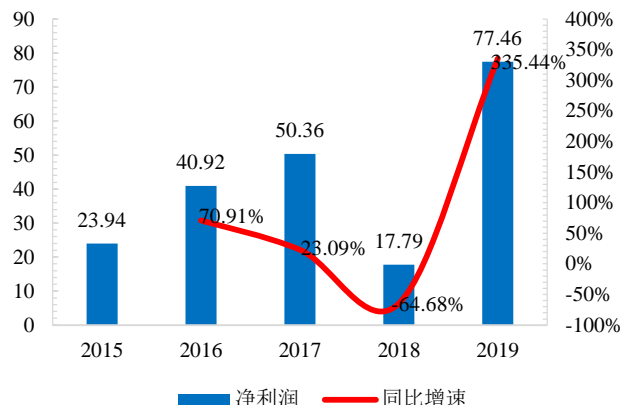
教育板块净利润自2015年起逐年增长，但2018年板块业绩明显下滑，净利润仅为17.79亿元，同比下降64.68%，出现大幅亏损的公司主要有立思辰(-13.94亿元)和拓维信息(-13.66亿元)，这与商誉减值直接相关。2019年业绩回春，净利润高达77.46亿元，同比增长335.44%。

图1：2015-2019年教育板块营业收入（亿元）及增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2：2015-2019年教育板块净利润（亿元）及增速



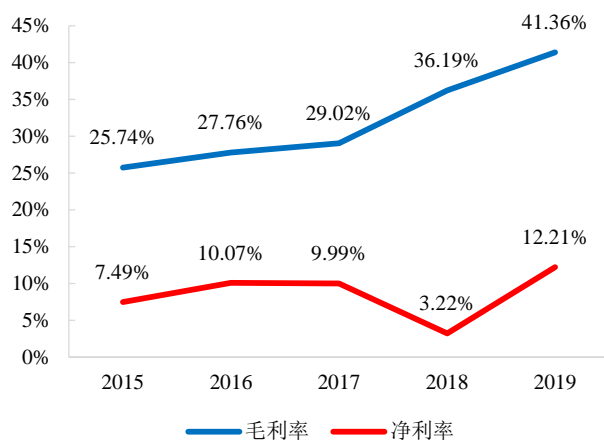
资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.1.2、毛利率升至高位，费用率普遍增长

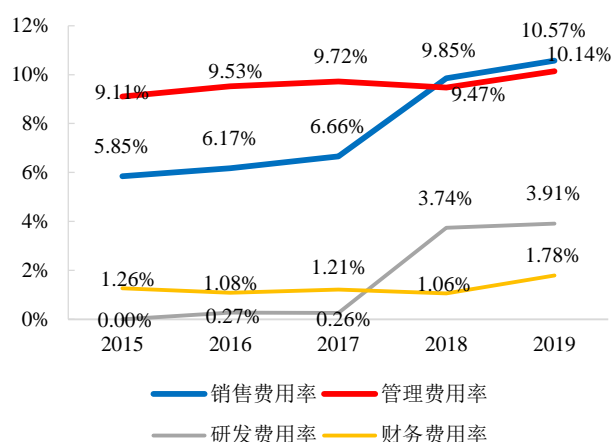
2019年教育板块毛利率保持稳定增长，2015年至2019年毛利率分别为25.74%、27.76%、29.02%、36.19%、41.36%。净利率在2019年实现触底反弹，由2018年的03.22%升至12.21%，达到过去五年内最高值。

从费用率来看，销售费用率在2018年明显提高后继续提高，2015-2019年销售费用率分别为5.85%、6.17%、6.66%、9.85%、10.57%。管理费用率近五年维持在

较稳定的水平，2015-2019 年分别为 9.11%、9.53%、9.72%、9.47%、10.14%。研发费用率在 2016 及 2017 年分别为 0.27% 和 0.26%，但 2018 年升至 3.74%，2019 年进一步提升至 3.91%。财务费用率 2019 年增长至近五年最高值，达 1.78%。

图3： 2015-2019 年教育板块毛利率及净利率

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 2015-2019 年教育板块各费用率

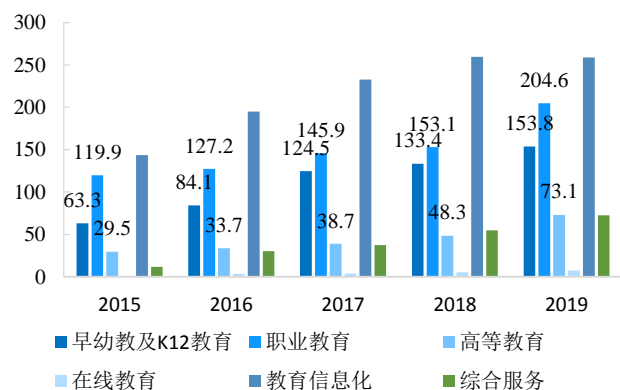
资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.1.3、景气度：职教确定性最高、在线教育弹性最大

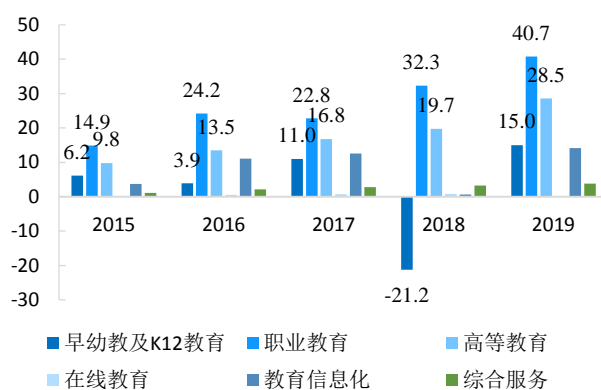
教育行业可分为早教及 K12、职教、高教、在线教育、教育信息化和综合服务六大板块。

营业收入对比来看，教育信息化收入规模领先，2019 年实现营业收入 258.80 亿元，其次为职业教育和早教及 K12 教育，2019 年营业收入分别为 204.62 亿元和 153.78 亿元，收入规模最小的为在线教育板块。

净利润对比来看，职业教育净利润领先，2019 年为 40.71 亿元，其次为高等教育，2019 年为 28.54 亿元，早教及 K12 教育在 2018 年经历了亏损后（因立思辰有大额商誉减值）在 2019 年扭亏为盈，板块整体净利润达到 15.02 亿元。

图5： 2015-2019 年教育板块营业收入对比（亿元）

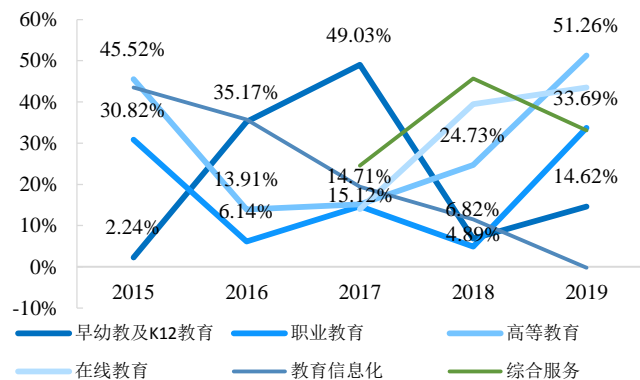
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 2015-2019 年教育板块净利润对比（亿元）

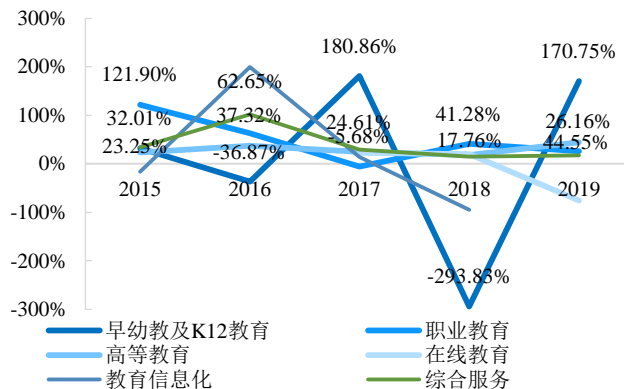
资料来源：Wind，新时代证券研究所

各板块增速对比来看，收入增速方面，2019 年高等教育收入增速最快，达到 51.26%，其中增速较快的公司为新高教集团（94.00%）和中教控股（68.87%）；在线教育为 43.48%；职业教育为 33.69%；综合服务为 33.08%，略有下降；早教及 K12 教育为 14.62%；教育信息化净利润增速连续 5 年下降，2019 年呈现负增长，为 -0.27%。

综合来看，教育行业继续保持增长趋势，景气度最高、业绩确定性最强的是职业教育，代表公司为中公教育、中国东方教育。其次为高等教育，如中教控股、新高教、中国科培等。业务空间大、业绩弹性最高的是在线教育，代表公司为新东方在线。K12 教育发展相对稳健，细分学科的龙头增长迅速，比如立思辰。

图7： 2015-2019 年教育板块营业收入增速对比

资料来源：Wind，新时代证券研究所 注：因综合服务板块中万宝盛华缺少 2015 年数据，此处不计算该板块 2016 年增速

图8： 2015-2019 年教育板块净利润增速对比

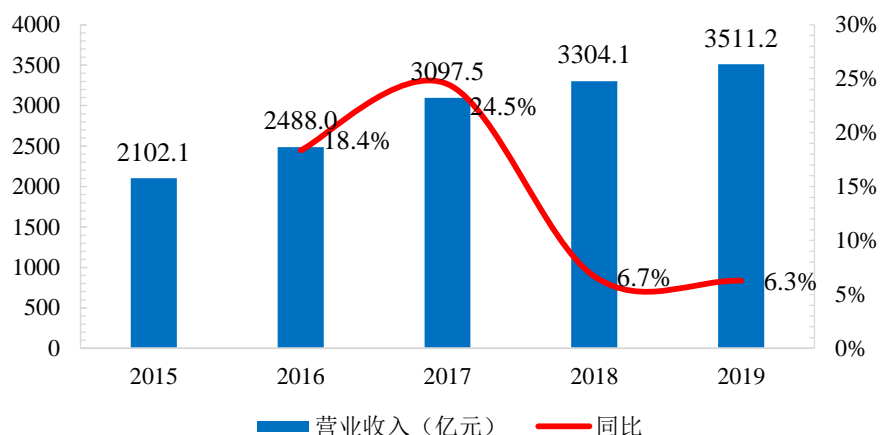
资料来源：Wind，新时代证券研究所 注：因综合服务板块中万宝盛华缺少 2015 年数据，此处不计算该板块 2016 年增速

1.2、旅游行业：增速放缓，板块分化明显

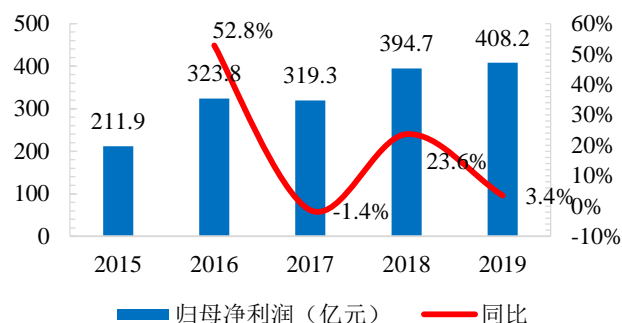
1.2.1、受经济下行影响，旅游业收入增速继续放缓

2019 年，旅游餐饮行业总营收 3511.2 亿元，同比增长 6.3%；归母净利 408.2 亿元，同比增长 3.4%；总体毛利率 26.35%，同比提升 0.43%。营业收入增速低于去年同期，且创近 3 年来新低，主要原因在于受国内宏观经济下行消费疲软影响，作为弹性消费的餐饮旅游所有子行业增速均有所下滑。

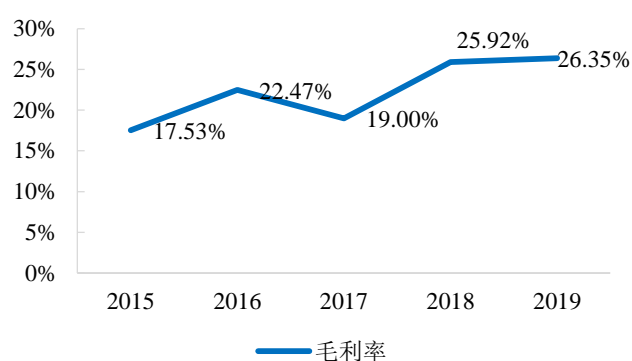
行业毛利率微增至 26.35%，说明行业大部分公司降本增效效果显现。2015-2019 年，行业毛利率呈现稳步上升的趋势，这与龙头公司聚焦主业，提高毛利率水平有密切关系，比如中国国旅剥离旅行社业务，专注高毛利的免税行业；美团点评外卖、到店业务毛利率持续提升等。

图9： 2015-2019 年旅游餐饮行业营业收入及同比增速

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10: 2015-2019 年旅游餐饮行业归母净利润

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图11: 2015-2019 年旅游餐饮行业毛利率

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

1.2.2、旅游行业分化明显，免税和龙头餐饮表现优良

从营收和利润增速来看，行业景气度分化明显。总体来看，免税行业增长强劲，中国国旅免税业务近3年来持续保持30%的高增长，景气度最高；其次是龙头综合平台公司与龙头餐饮公司，如美团点评、海底捞等，业绩增长超过50%，但行业竞争激烈，业绩稳定性稍弱。景区、酒店、出境游等板块均不同程度出现增速放缓或者下滑。

免税: 2019年免税业实现营收479.67亿元，同比增长2.04%，归母净利润46.29亿元，同比增长49.58%，因样本池中免税业只有中国国旅一家，故也体现了中国国旅近年来盈利能力强劲，营收与归母净利润均保持稳健增长态势。

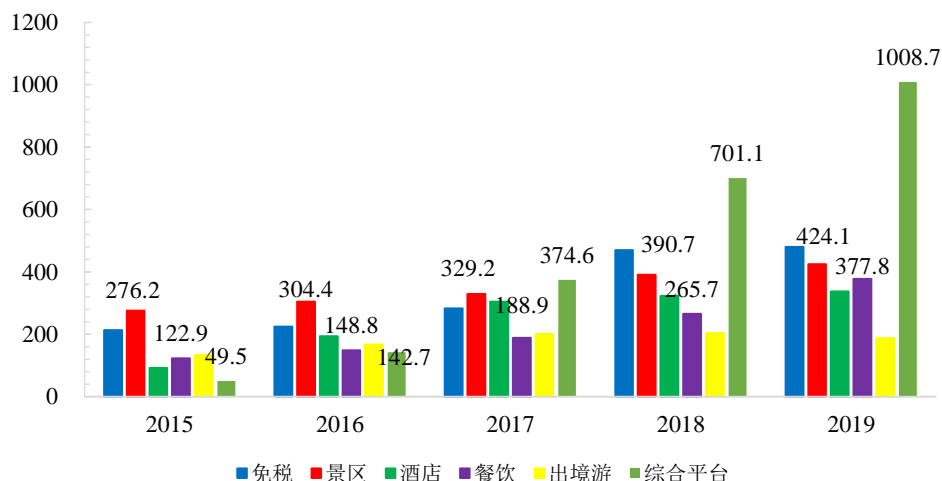
餐饮: 2019年餐饮板块实现营收377.76亿元，同比增长42.19%；归母净利润实现30.14亿元，并同比增长17.06%，经营业绩实现稳定持续增长主要归功于海底捞2019年快速执行店面扩张，打开营收与归母净利润空间，拉动子版块上涨态势。

景区: 2019年景区板块实现营收424.13亿元，同比增长8.56%，归母净利率实现34.20亿元，同比略有上涨1.15%，主要由于黄山旅游、桂林旅游等自然景区2019年底陆续执行淡季门票价格、下调冬季售价，同时因疫情影响游客量也有所下降，导致盈利能力有所下降，增长后劲不足。

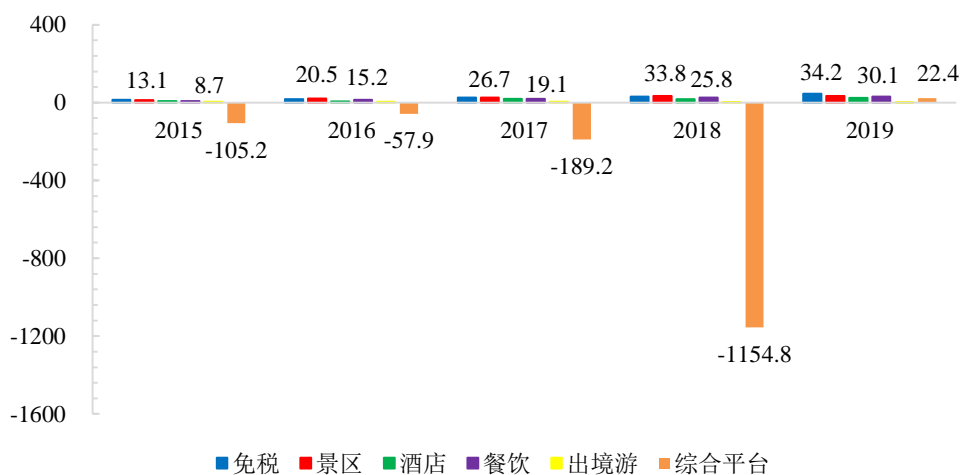
酒店: 2019年酒店板块实现营收337.08亿元，同比增长4.24%；归母净利润实现23.63亿元，同比增长35.43%。酒店公司营收增长乏力与经济下行，商务差旅活动减少导致酒店出租率、客房平均售价难以提升紧密相关，归母净利润涨幅较大主要是由于华天酒店2019年归母净利润扭亏转盈。

出境游: 2019年出境游板块实现营收187.12亿元，同比下降8.32%；归母净利润实现1.94亿元，同比下降10.77%。归母净利润增速为负，主要源于腾邦国际2019年因公司融资受限，资金流动性紧张，导致公司旅游业务和机票代理业务遇到较大困难，故出现归母净利率转亏（-15.76亿元），同比下降-1039.48%。

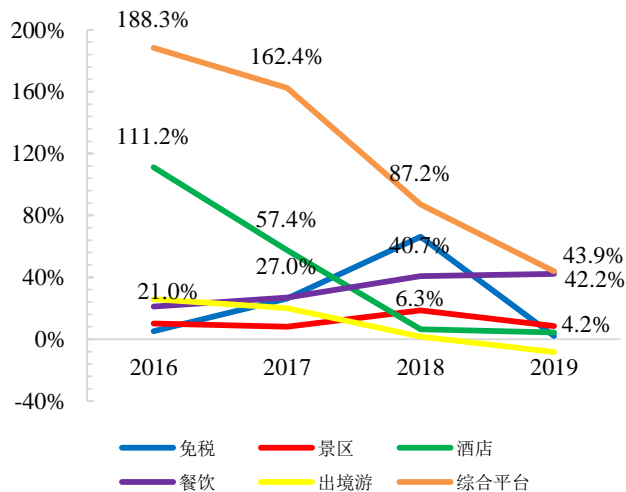
综合平台: 2019年综合平台板块实现营收1008.7亿元，同比上涨43.86%；归母净利润首次扭亏转盈，实现22.39亿元，同比上涨100.57%，这主要是源于美团点评占综合平台份额较大，2018年美团点评收购摩拜单车导致其归母净利润负值过大，进而拉低了整体行业的归母净利润，而2019年美团点评扭亏转盈，使2019年归母净利润同比增速得到较大提升。

图12: 2015-2019 年旅游餐饮行业分板块营收 (亿元)

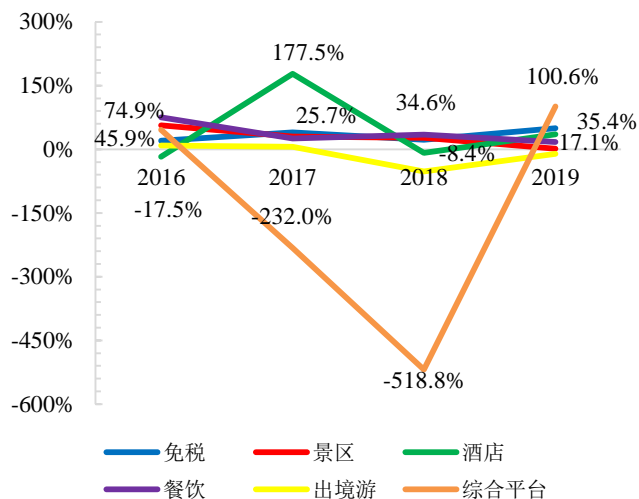
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图13: 2015-2019 年旅游餐饮行业分板块归母净利润 (亿元)

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图14: 2016-2019 年旅游餐饮分板块营收同比增速

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图15: 2016-2019 年旅游餐饮分板块净利润同比增速

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

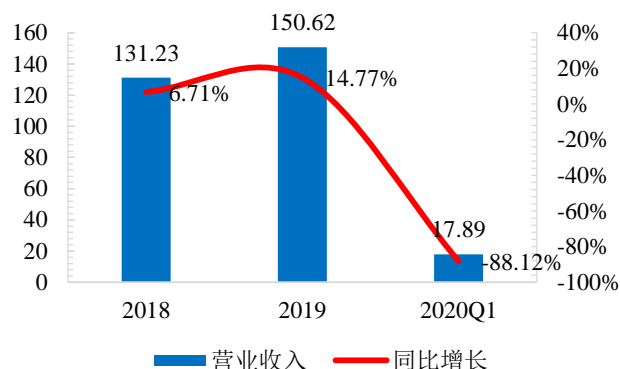
2、教育行业：总体稳健增长，线上教育和职教表现亮眼

2.1、早教及 K12 教育：线下停业致 20Q1 亏损，后续逐步复苏

2019 年早教及 K12 教育板块营业收入增速较 2018 年增加近一倍，达 17.36%，实现营业收入 169.19 亿元。净利润实现扭亏为盈，由 -15.84 亿元反向增长 207.73%，达到 21.44 亿元，主要是勤上股份 2019 年受资产减值损失影响较 2018 年同期要小，其净利润由 -12.51 亿元升至 0.38 亿元。早教及 K12 教育板块业绩的良好增长主要得益于国家和地方政策对学龄教育关注度的不断提升，以及 K12 教育需求的日益扩大。

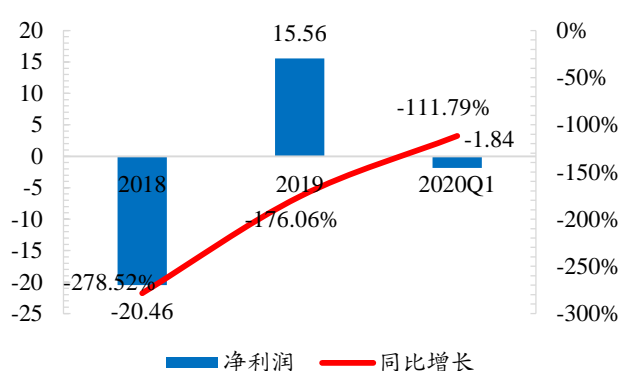
2020 年第一季度受疫情影响，线下教育培训中心无法正常营业，早教及 K12 教育行业遭受重创，一季度收入为 18.77 亿元，净利润亏损 1.76 亿元，其中只有科斯伍德、美吉姆、邦宝益智三家公司实现盈利。

图 16: 2018-2020Q1 早教及 K12 教育营收 (亿元)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图 17: 2018-2020Q1 旅游餐饮行业毛利率

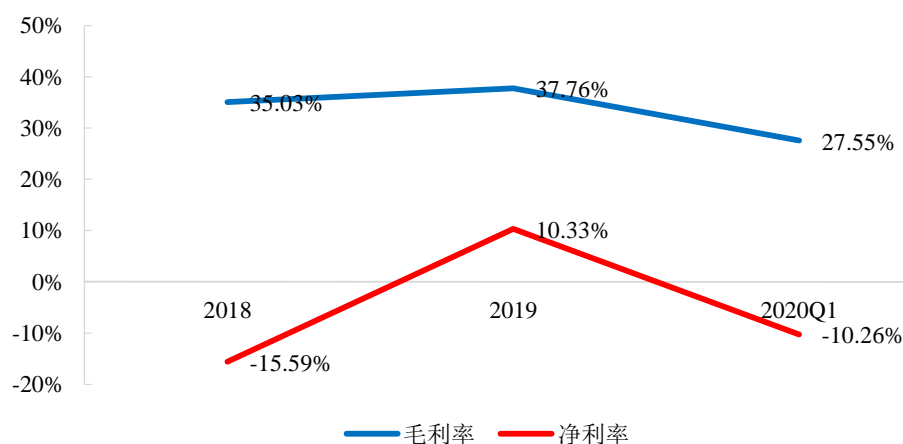


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

早教及 K12 教育板块，2019 年毛利率稍稍上升，由 35.03% 升至 37.76%。净利率在 2018 年跌至 -15.59% 后回升至 10.33%。除勤上股份外板块内所有公司的毛利报告期均有所上升，整体带动板块毛利率同比上升 2.73%，尤其是凯文教育教学成果初显，教育服务业务毛利率由负转正。

2020 年第一季度受疫情影响，板块毛利率和净利率分别跌至 27.55% 和 -10.26%。

图 18: 2018-2020Q1 早教及 K12 教育板块毛利率及净利率



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

立思辰：公司 2019 年是实现营收 19.79 亿元，同比上升 1.38pct，主要是由于 2C 教育业务收入同期上涨 99.1%；归母净利润 0.49 亿元，较 2018 年扭亏为赢，主要是 2018 年公司安全业务受外部环境及业务分拆影响，利润出现大幅下滑；且公司对可供出售金融资产、应收款项、商誉计提减值准备导致。2019 年立思辰净利率实现较大飞跃，由-71.38%升至 2.45%。

2020 年第一季度，因为疫情期间学校全面停课，立思辰实现营业收入 1.32 亿元，立思辰智慧教育及升学服务相关业务的收入受到较大影响，净利润亏损 1.4 亿元。2019 年立思辰毛利率增长至 40.44%。

表1： 2018-2020Q1 重点公司营业收入

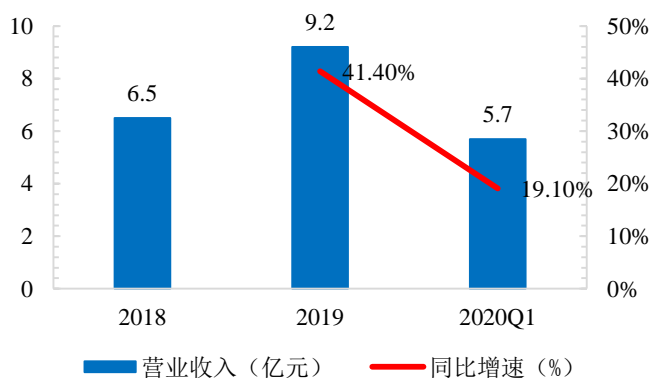
证券代码	公司名称	营业收入（亿元）			净利润（亿元）		
		2018	2019	2020Q1	2018	2019	2020Q1
300010.SZ	立思辰	19.52	19.79	1.32	-13.94	0.49	-1.40
1317.HK	枫叶教育	12.55	14.94	-	4.97	6.16	-
6068.HK	睿见教育	11.58	15.37	-	2.72	3.38	-
002621.SZ	美吉姆	2.65	6.30	0.57	0.39	1.86	0.01
603398.SH	邦宝益智	3.89	5.37	0.88	0.42	0.76	0.08

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、在线教育：疫情加速行业发展，新东方在线持续加码 K12

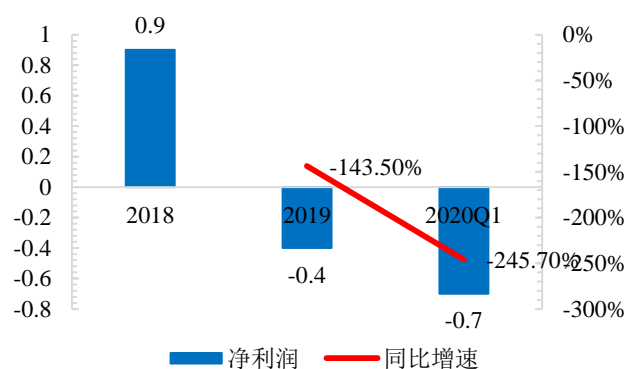
2019 年新东方在线实现营业收入 9.2 亿元，同比增长 41.4%，净利润亏损 0.4 亿元，同比下跌 143.5%。2020 年上半财年，公司实现营业收入 5.7 亿元，净利润亏损 0.7 亿元。营业收入的增加得益于公司大学、K12 等业务的营收及付费学生人次的大幅增长。

图19： 2018-2020Q1 新东方在线营收（亿元）及增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

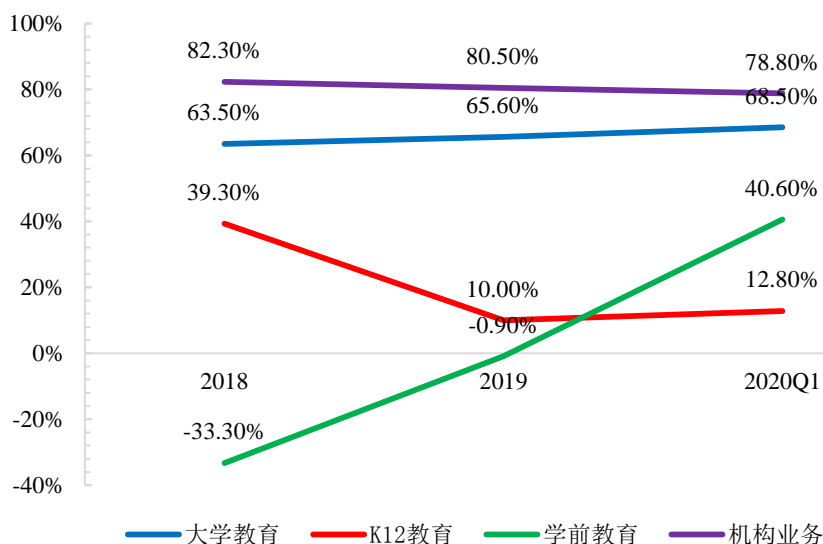
图20： 2018-2020Q1 新东方在线净利润（亿元）及增速



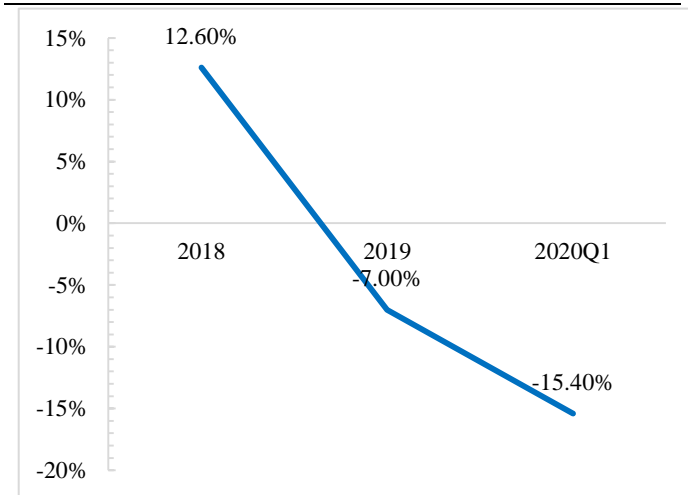
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2019 年公司毛利率下滑至 55.1%，2020 年上半年毛利率部分回升至 55.9%，但相较往年仍旧较低，主要是因为公司开拓 K12 业务投入大量成本。分业务看，大学教育、机构业务的毛利率都稳定在较高值，K12 教育业务大幅下降，2019 年由 39.3%降至 10%，2020 年一季度略有提升，主要是由于公司引入合格教师、设立体验店以大力拓展东方优播课程，并为 K12 产品成立专门的运营团队抬高成本。学前教育业务毛利率迅速上升，为市场拓展和课程推广收到良好效果所致。

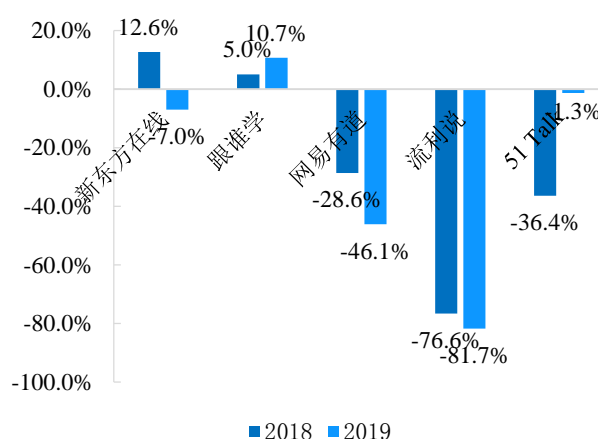
公司 2019 年净利率由于 K12 直播课业务扩张导致亏损而下降到-7%，但相较同行业仍处于较高水平。

图21: 2018-2020Q1 新东方在线毛利率及各业务毛利率

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图22: 2018-2020Q1 新东方在线净利率

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图23: 新东方在线净利率与同行业公司对比

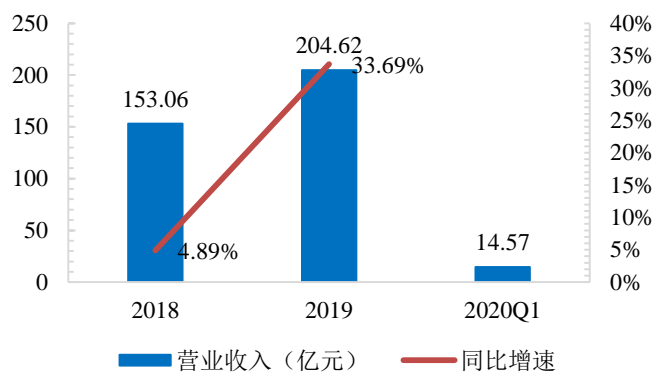
资料来源: Wind, 新时代证券研究所 注: 其中流利说和 51Talk 为 2019Q3 数据

受疫情影响,更多用户接触到在线教育并受益于其便利程度,预计在线教育培训市场规模将进一步扩张,看好其未来前景,同时公司 K12 教育业务增长强劲,预期将取得良好收益,因此推荐新东方在线。

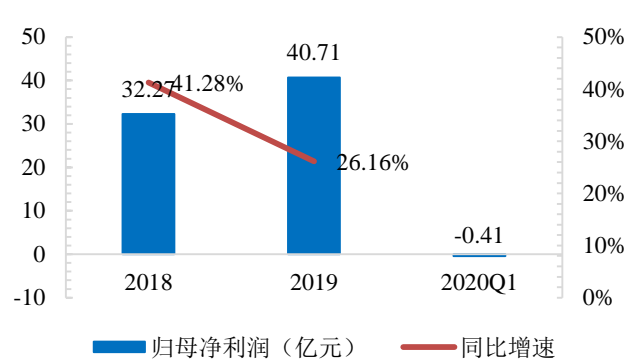
2.3、职业教育: 疫情不改业绩高增长, 毛利率超 55%

2019 年职业教育板块营收 204.62 亿元,同比增长 33.69%; 归母净利润 10.11 亿元,同比增长 16.08%。18-19 年九家职业教育公司净利润均保持良好增速,除了开元股份于 19 年出现巨额亏损,由盈转亏拉低总体增速。

但由于疫情,2020 年第一季度营收趋缓,但后期具有加速回暖趋势。2020Q1 实现营收 14.57 亿元,同比 2019Q1 下降 23.32%,归母净利润出现负值(-0.41 亿元),同比下降-124.48%,主要是源于疫情影响,导致学生停课停课线下课程开展受阻,导致经营业绩下滑严重。

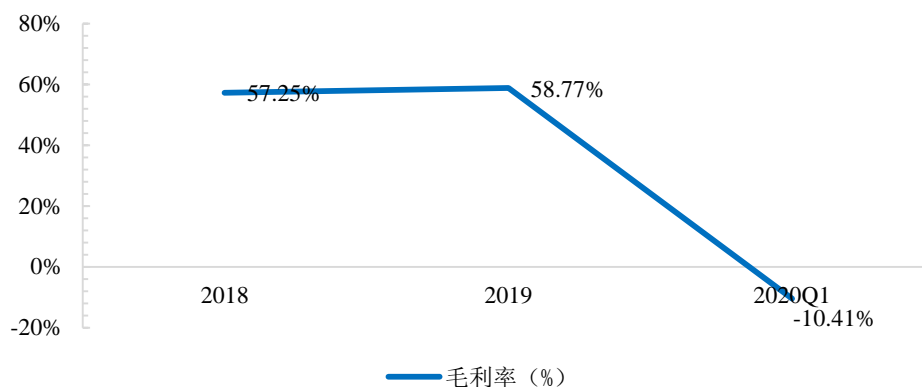
图24: 2018-2020Q1 职业教育板块营收及增速

资料来源: Wind, 新时代证券研究所 注: 2020Q1 剔除了未披露数据的港股公司

图25: 2018-2020Q1 职业教育板块归母净利润及增速

资料来源: Wind, 新时代证券研究所 注: 2020Q1 剔除了未披露数据的港股公司

从毛利率来看, 2020Q1 职业教育板块整体毛利率为负值 (-10.41%), 同比大幅下降 69.18pct, 主要是由于疫情影响第一季度大部分公司出现净亏损所致。

图26: 2018-2020Q1 职业教育板块毛利率

资料来源: Wind, 新时代证券研究所 注: 2020Q1 剔除了未披露数据的港股公司

中公教育: 行业龙头企业, 保持高增长趋势。2019 年营业收入、归母净利润 91.76 亿元 (+47%)、18.05 亿元 (+57%), 主要是由于快速扩张和品牌号召力所带来的业绩增长。2020 年第一季度受疫情影响收入减少, 但在政策红利和市场需求加速回补的背景下, 业绩将快速恢复, 长期增长逻辑不变。

表2: 2018-2020Q1 职教重点公司营业收入和净利润

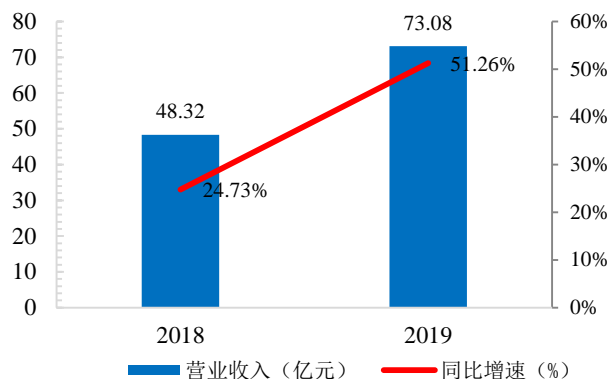
证券代码	公司名称	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
		2018	2019	2020Q1	2018	2019	2020Q1
002607.SZ	中公教育	62.37	91.76	12.30	11.53	18.05	1.16
300338.SZ	开元股份	14.54	14.89	1.39	1.05	-6.23	-1.22
600730.SH	中国高科	1.08	0.99	0.24	0.09	-0.71	0.09
0839.HK	中教控股	9.63	16.27		3.81	5.77	
1890.HK	中国科培	5.75	7.14		3.42	4.56	
1569.HK	民生教育	6.23	10.05		3.33	3.34	
1765.HK	希望教育	10.30	13.31		1.67	4.90	
0667.HK	中国东方教育	32.65	39.05		5.10	8.48	
603377.SH	东方时尚	10.51	11.14	0.64	2.27	2.55	-0.45

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2.4、高等教育：2019 年业绩增长 39%，净利率保持板块第一

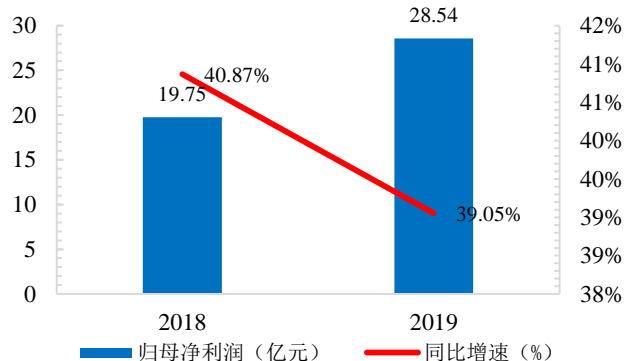
2018-2019 年所选重点公司营业收入和净利润均保持高速增长，2019 年营业收入 73.08 亿元，同比增速 51.26%；归母净利润 28.64 亿元，同比增速 39.05%。随着 2020 年高等教育扩招政策落地，作为高等职业教育重要力量的民办高等教育其政策环境有望逐渐改善。

图27： 2018-2019 年高等教育板块营业收入及增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所 注：此板块均为港股上市公司，无法获得一季报数据

图28： 2018-2019 年高等教育板块归母净利润及增速

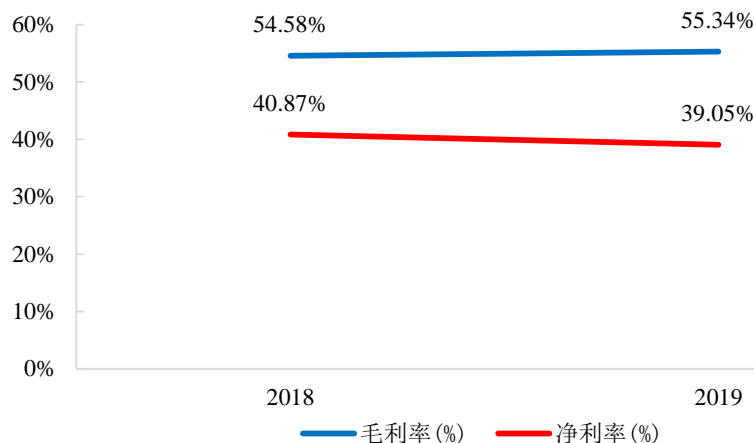


资料来源：Wind，新时代证券研究所 注：此板块均为港股上市公司，无法获得一季报数据

从毛利率来看，2019 年高等教育板块整体毛利率为 55.34%，同比上升 0.76pct，受各家公司在每年学额提升及学费提升的双重驱动下，各家公司毛利润都有显著上升。2018-2019 年高等教育板块重点公司净利润率较为平稳。

2018-2019 年，高等教育板块重点公司营收高速增长，其中内生稳健增长、并购整合能力较强的宇华教育、中教控股维持高位营收。

图29： 2018-2019 年高等教育板块毛利率及净利率



资料来源：Wind，新时代证券研究所

表3： 2018-2019 年教育行业重点公司营业收入、净利润

证券代码	公司名称	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)	
		2018	2019	2018	2019
2001.HK	新高教集团	5.61	10.89	2.54	4.30
6169.HK	宇华教育	10.79	15.41	4.97	5.66
0839.HK	中教控股	9.63	16.27	3.81	5.77

证券代码	公司名称	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)	
1569.HK	民生教育	6.23	10.05	3.33	3.34
1890.HK	中国科培	5.75	7.14	3.42	4.56
1765.HK	希望教育	10.30	13.31	1.67	4.90

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

宇华教育: 整合能力突出、业绩增长强劲的宇华教育具有头部效应, 全面发展高教业务, 现金流充沛, 持续彰显并购整合能力, 营业收入、净利润增长迅速, 高于板块其他公司, 2018、2019 年净利润分别为 4.57 亿元 (+58.66%)、5.66 亿元 (+13.96%)。

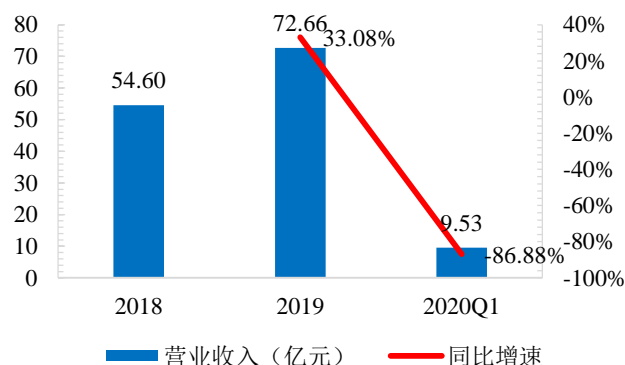
2018-2019 年高等教育板块重点公司毛利率、净利率表现均稳健向好, 其中资产负债表弹性高、成本管理不断优化中国科培保持高位毛利率。净利率, 摊薄后 Roe 显著高于行业平均水平, 业绩优秀增长潜力足。

2.5、综合服务: 2019 年业绩增长 15%, 行业发展稳健

2018-2019 年所选公司营业收入和净利润均保持高速增长。综合服务板块 2019 年营业收入 72.66 亿元, 同比增速 33.08%; 归母净利润 3.78 亿元, 同比增速 17.38%。

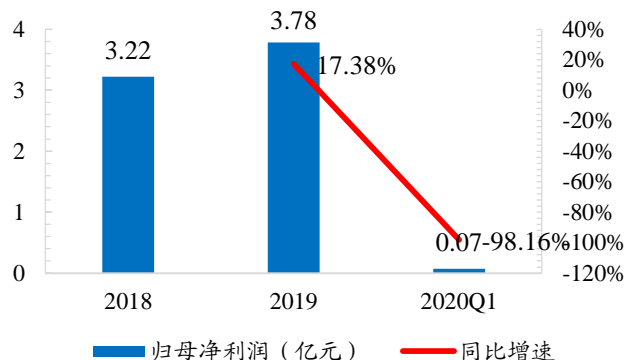
2020 年一季度受疫情影响, 线下业务难以开展, 一季度板块营业收入仅为 9.53 亿元, 归母净利润 0.07 亿元。

图30: 2018-2020Q1 综合服务板块营业收入及增速



资料来源: Wind, 新时代证券研究所 (注: 万宝盛华未披露一季报数据)

图31: 2018-2020Q1 综合服务板块归母净利润及增速



资料来源: Wind, 新时代证券研究所 (注: 万宝盛华未披露一季报数据)

从毛利率来看, 2019 年综合服务板块重点公司整体毛利率为 19.47%, 同比下降 3.23pct。整体净利率为 5.2%, 同比下降 0.7pct。板块整体 2018-2019 毛利润呈现下降趋势。

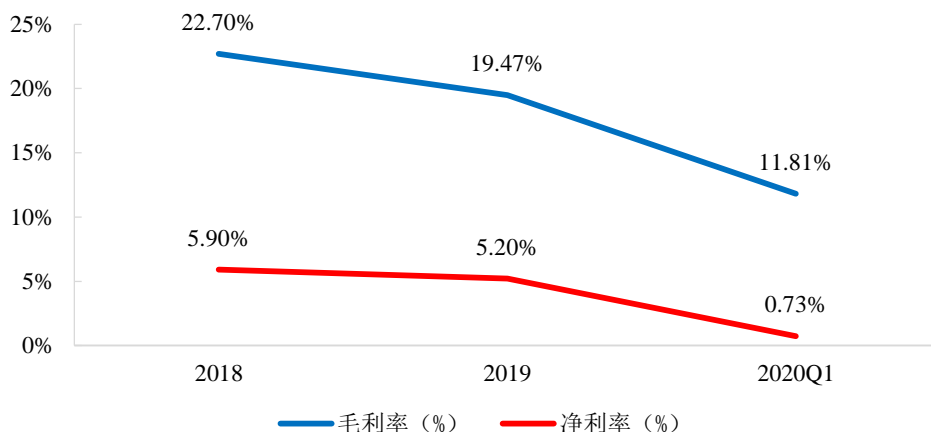
2020 年第一季度, 板块毛利率和净利率均大幅下跌, 其中毛利率跌至 11.81% (-7.66pct), 净利率跌至 0.73% (-4.47pct)。

2018-2019 年, 综合服务板块营收基本保持增长态势, 其中内生稳健增长、并购整合能力较强的科锐国际、万宝盛华维持高位营收, 净利润基本保持增长态势。

科锐国际: 上市后积极内外扩张, 注重专业化整合, 灵活用工盈利能力较强, 2019 年营收、归母净利润分别为 35.86 亿元 (+63.22%)、1.5 亿元 (+27.51%)。公司作为行业龙头之一, 在医药研发、零售等中高端灵活用工市场地位显著, 国内灵活用工业务长期保持月 40%-50% 的高速增长, 此次疫情后有望加速成长, 未来业

绩可期。

图32: 2018-2020Q1 综合服务板块毛利率及净利率



资料来源: Wind, 新时代证券研究所 (注: 万宝盛华未披露一季报数据)

表4: 2018-2020Q1 重点公司营业收入、净利润

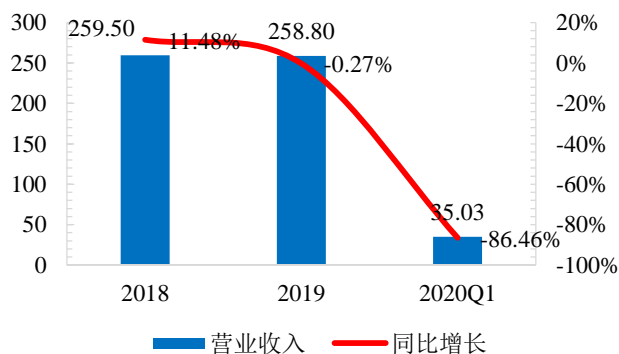
证券代码	公司名称	营业收入			净利润		
		2018	2019	2020Q1	2018	2019	2020Q1
300662.SZ	科锐国际	21.97	35.86	9.23	1.37	1.79	0.32
300688.SZ	创业黑马	3.35	2.13	0.18	0.04	0.13	-0.04
300795.SZ	米奥会展	4.37	4.26	0.12	0.69	0.66	-0.21
2180.HK	万宝盛华	24.91	30.42	-	1.11	1.20	-

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2.6、教育信息化: 2019 年业绩较好, 20Q1 业绩下滑明显

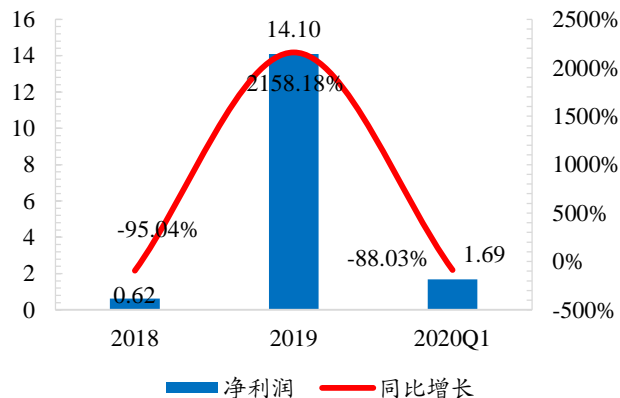
2019 年教育信息化板块营业收入同比下降 0.27%, 达 258.79 亿元。净利润实现大幅增长, 由 2018 年的 0.62 亿元大幅提升至 2019 年的 14.1 亿元。主要是由于板块内文化长城和拓维信息两家公司在 2019 年实现扭亏为盈, 净利润分别从-16.71 亿元和-13.66 亿元上升至 0.1 亿元和 0.2 亿元。2020 年第一季度受疫情影响, 板块内公司复工延迟、物流受阻, 营业收入和净利润出现下滑, 分别为 35.03 亿元和 1.69 亿元。

图33: 2018-2020Q1 教育信息化板块营收 (亿元)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图34: 2018-2020Q1 教育信息化板块净利润 (亿元)

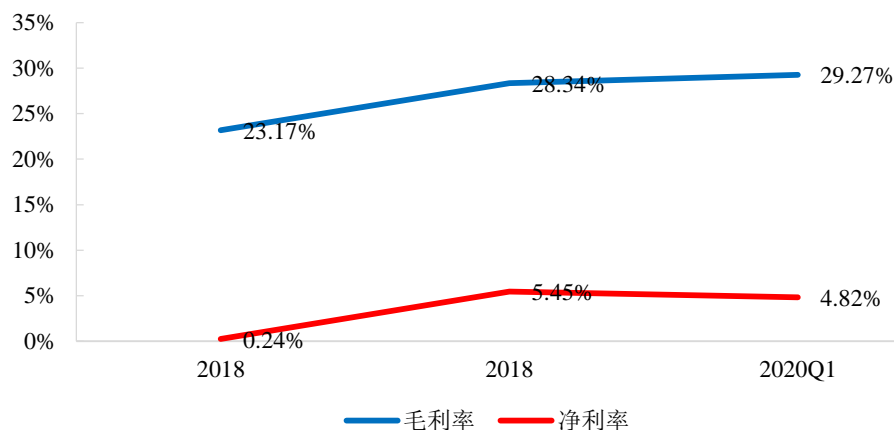


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2019 年板块毛利率稍稍上升，由 23.17% 升至 28.34%。净利率则由 2018 年的 0.24% 猛增到 5.45%。板块毛利率上升主要是由于除拓维信息、三盛教育、文化长城外其他公司的毛利上升的带动作用。

2020 年第一季度受疫情影响，板块净利率些许下跌至 4.82%，但由于大部分公司毛利的良好增长，毛利率略微增至 29.27%。

图35： 2018-2020Q1 教育信息化板块毛利率及净利率



资料来源：Wind，新时代证券研究所

表5： 2018-2020Q1 重点公司营业收入、净利润

证券代码	公司名称	营业收入（亿元）			净利润（亿元）		
		2018	2019	2020Q1	2018	2019	2020Q1
002841.SZ	视源股份	21.97	35.86	26.16	1.37	1.79	1.63
002955.SZ	鸿合科技	3.35	2.13	3.04	0.04	0.13	-0.48

资料来源：Wind，新时代证券研究所

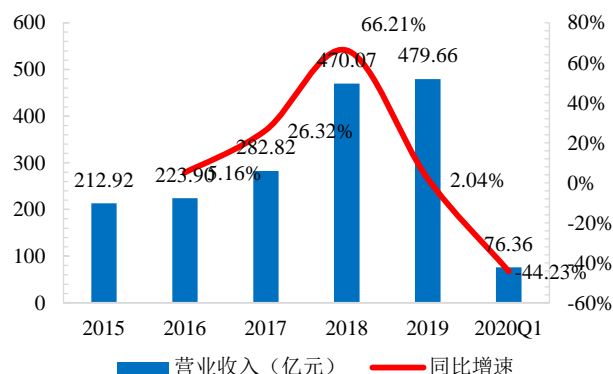
我国正处于教育信息化 2.0 发展的开端时期，国家出台多项政策支持教育信息化发展，因此看好教育信息化未来前景。同时疫情期间对教育信息化产品的需求将推动教育信息化产业进程，建议关注行业龙头视源股份和鸿合科技。

3、旅游行业：整体业绩承压，免税龙头长期增长逻辑不改

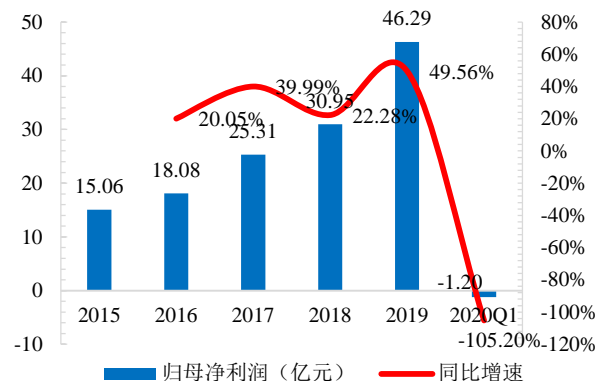
3.1、免税：中国国旅因疫情 Q1 亏损，长期增长有支撑

作为免税板块龙头，中国国旅 2019 年营业收入为 479.66 亿元，同比增长 2.04%；归母净利润为 46.29 亿元，同比增长 49.58%。

2020Q1 公司实现营业收入 76.36 亿元，同比下降 44.23%，归母净利润为 -1.20 亿元，同比下降 105.20%，主要由于疫情影响下出境游关闭导致门店客流大幅萎缩，以及足额计提机场保底租金所致。

图36: 2015-2020Q1 中国国旅营业收入及增速

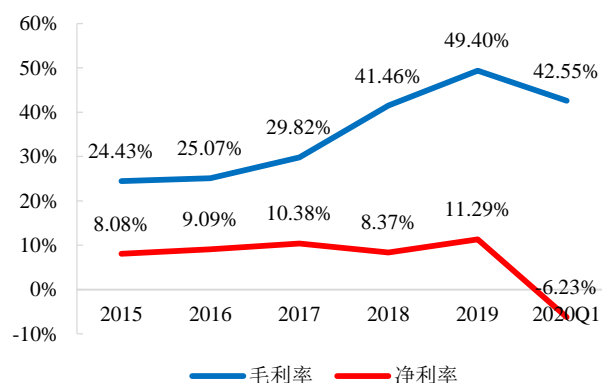
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图37: 2015-2020Q1 中国国旅归母净利润及增速

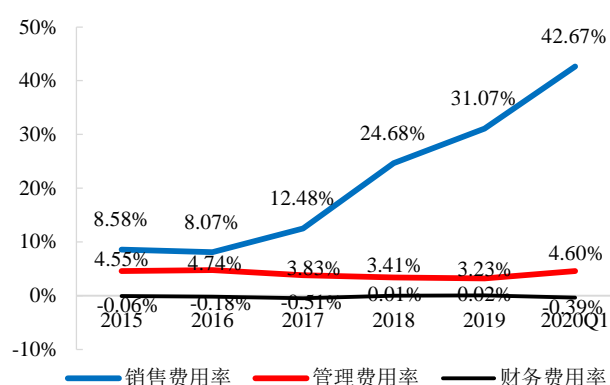
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2019 年公司毛利率 49.40%，为近五年最高水平，主要由于毛利率较低的国旅总社业务剥离所致。费用方面，2019 年销售费用率 31.07%，为近五年来最高，由于免税业务增长带来的机场租赁费用增加所致；管理费用率为 3.23%，因剥离国旅总社和管理提效控费所致；财务费用率 0.02%。

2020Q1 公司毛利率为 42.55%，同比下降 13.95%，销售费用率 42.67%，管理费用率 4.50%，财务费用率-0.39%。

图38: 2015-2020Q1 中国国旅毛利率及净利率

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图39: 2015-2020Q1 中国国旅各费用率

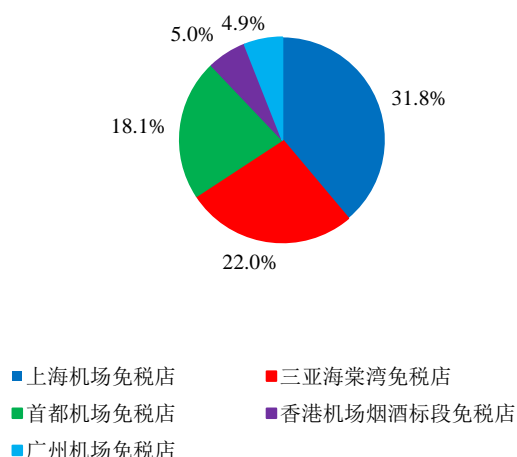
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2019 年收入拆分来看，三亚免税店收入 104.65 亿元，同比增长 30.64%；上海机场免税店收入 151.49 亿元，同比增长 44.95%；首都机场免税收入 85.89 亿元，同比增长 16.25%；香港机场免税店收入 24.02 亿元，同比增长 14.54%。广州机场店收入 19.22 亿元，同比增长 117.46%。

2019 年利润拆分来看，三亚店归母净利润为 14.21 亿元，同比增长 28.46%，净利率下降至 13.58%；日上上海(上海机场店)净利润为 4.49 亿元，同比下降 3.80%，净利率下降至 2.96%；日上中国(首都机场店)净利润 1.40 亿元，同比下降 20.47%，净利率下降至 1.87%。

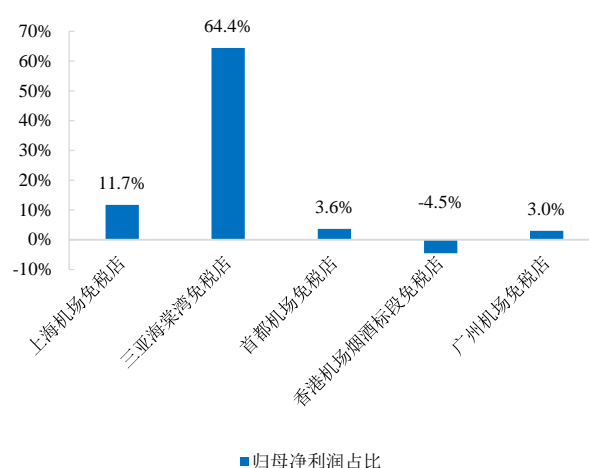
综合来看，三亚海棠湾店收入占比 22.0%，而净利润占比高达 64.4%，是由于其自有物业费用较低；上海机场店和首都机场店免税收入占比分别 31.8%和 18.1%，净利润占比分别为 11.7%和 3.6%，是由于机场扣点较高；香港与广州部分，香港机场店短期受事件影响较大，而广州白云机场店规模较小。

图40: 2019年中国国旅收入结构



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图41: 2019年中国国旅归母净利润结构



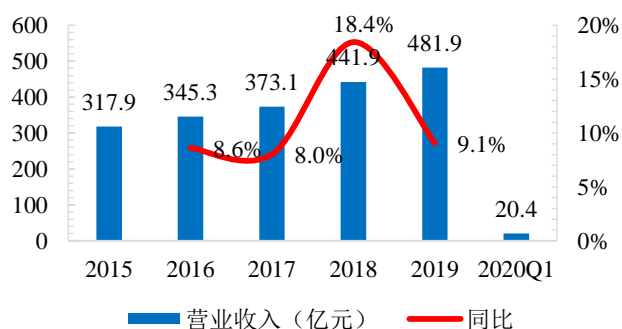
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

着眼未来发展,中国国旅竞争优势显著,龙头地位依然稳固,关注海南及市内店政策进展,中长线公司规模渠道优势仍有支撑。1)公司在海南地区的市占率2018年时已达到77%,随着海南全岛免税政策的逐步探讨落地,公司在整合海免时具有资源优势。2)利润占比最高的三亚店拥有其独特的区位优势,靠近机场和高端酒店群,引流效果强,且海棠湾二期河心岛项目已正式开业,商业配套完善。结合其多年积累的规模等优势,预计未来中长线成长仍有支撑。

3.2、景区: 疫情影响致Q1普遍亏损,宋城演艺表现优秀

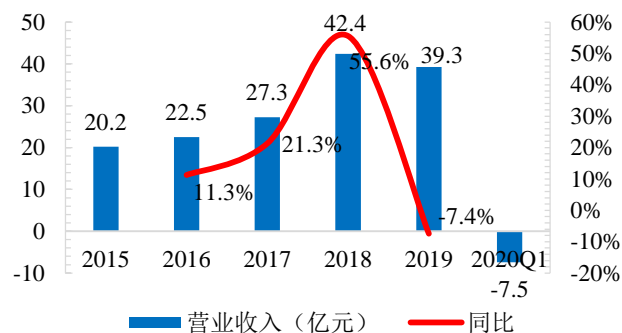
2019年受宏观经济下行及部分景区和时间段接待瓶颈影响,全年国内旅游人数为60.06亿人次,同比增长8.4%;全年实现景区总收入481.9亿元,同比增长9.1%,增速都继续出现放缓。自然景区逐步进入低增长接待,后续发展需依托目的地产品打造能力抬升游客逗留时间和客单价。

图42: 2015-2020Q1景区行业营业收入及增速



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图43: 2015-2020Q1景区行业归母净利润及增速



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

疫情影响,景区普遍亏损。2020年因疫情影响,景区在1月下旬纷纷关闭,2月下旬以来逐步恢复运营,但受到防控限流影响,客流仍处在低位水平。Q1自然景区的业绩基本都是亏损状态,如黄山旅游、九华旅游、桂林旅游、峨眉山等。

表6: 自然景区重点公司营收、净利润对比

证券代码	公司名称	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
		2018	2019	2020Q1	2018	2019	2020Q1
000888.SZ	峨眉山 A	10.72	11.08	0.68	2.09	2.26	-0.96

证券代码	公司名称	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
600054.SH	黄山旅游	16.21	16.07	0.70	5.83	3.40	-0.77
603199.SH	九华旅游	4.85	5.37	0.21	0.92	1.17	-0.27
000978.SZ	桂林旅游	5.73	6.06	0.27	0.80	0.55	-0.67
603099.SH	长白山	4.64	4.67	0.14	0.68	0.75	-0.29

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

休闲景区表现亮眼, 宋城演艺业绩仍为正。19 年宋城演艺业绩增长出色, 20Q1 在停业两个月的情况下仍然实现盈利。19 年公司实现营收 26.1 亿元, 同比下降 18.7%; 归母净利润 13.4 亿元, 同比增长 4.1%。不考虑重组, 营收 22.3 亿元, 同比增长 12.7%; 扣非归母净利润 10.8 亿元, 同比增长 23.0%, 演艺业务增长稳健。

20Q1 实现营收和归母净利润分别为 1.3 亿元和 4996 万元, 同比分别下降 83.7% 和 86.5%, 扣非归母净利润 1847 万元, 同比下降 94.9%。此外, 截止 20Q1 末公司账上仍有 15 亿现金和 9.5 亿交易性金融资产 (主要为银行理财), 足以应对停业带来的净现金流出。在最坏的情况下依然能够保持盈利, 体现出宋城商业模式的优越性。存量项目与新项目共同驱动增长, 盈利能力持续提升。

表7: 休闲景区公司营收、净利润对比

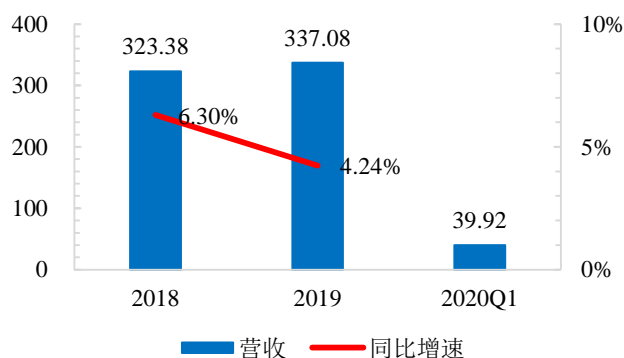
证券代码	公司名称	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
		2018	2019	2020Q1	2018	2019	2020Q1
300144.SZ	宋城演艺	32.11	26.12	1.34	12.87	13.40	0.50
600593.SH	大连圣亚	3.48	3.19	0.11	0.58	0.42	-0.24

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

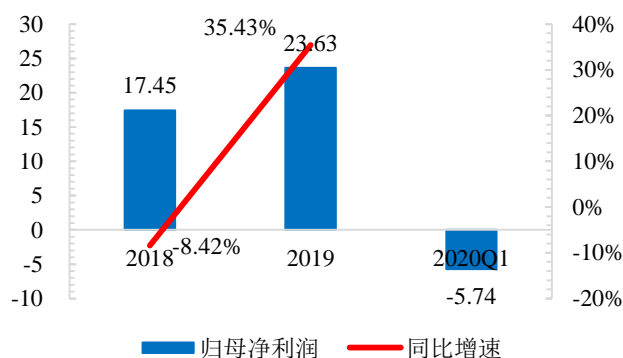
3.3、酒店: 2019 年业绩微增, 20Q1 受疫情影响大幅亏损

2019 年酒店板块整体实现营收 337.08 亿元, 同比增长 4.24%, 增速同比下滑 2.06pct; 归母净利润实现 23.63 亿元, 同比增长 35.43%, 增速同比上升 43.85pct, 增速大幅上涨主要是因 2019 年华天酒店卖资产后扭亏转盈所致。酒店业利润实际仅微幅增长。

2020Q1 酒店板块营收 39.92 亿元, 同比下降 47.69%, 归母净利润同比大幅下降 236.76%至-5.74 亿元, 主要是由于受疫情影响, 2020 年第一季度国家强调居家隔离疫情防控, 行人外出受限, 酒店业受此首当其冲受到大幅负面影响, 致使多家酒店营收与归母净利润大幅下滑。

图44: 2018-2020Q1 酒店业营收 (亿元) 及增速

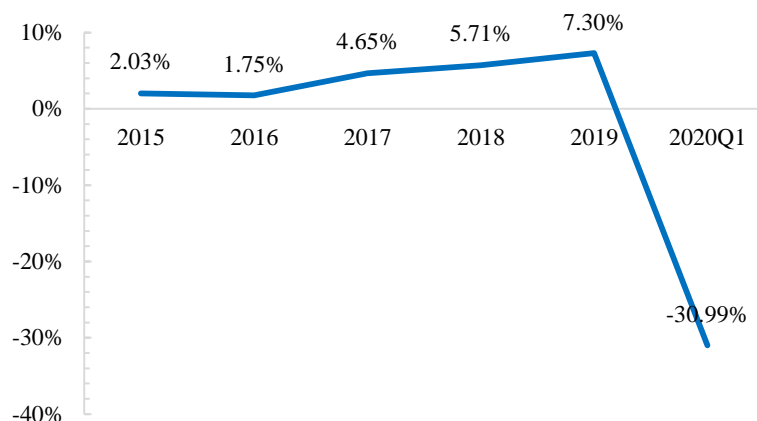
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图45: 2018-2020Q1 酒店业归母净利润 (亿元) 及增速

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2019 年酒店板块实现毛利润 24.60 亿元，同比增长 33.14%，毛利率为 7.30%，同比上升 1.59pct，且 2015-2019 年酒店板块毛利率稳步上升。2020Q1 酒店板块毛利率同比 2019Q1 大幅下降 33.01pct 至 -30.99%，主要是源于疫情之下，酒店业务开展受阻较大，拉高营业成本，营收大幅下降导致。

图46: 2015-2020Q1 酒店业毛利率



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

表8: 酒店板块重点公司业绩情况

证券代码	公司名称	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
		2018	2019	2020Q1	2018	2019	2020Q1
600754.SH	锦江酒店	146.97	150.99	21.89	10.82	10.93	1.71
000524.SZ	岭南控股	70.78	79.72	6.71	2.05	2.59	-0.62
600258.SH	首旅酒店	85.39	83.11	8.01	8.57	8.85	-5.26

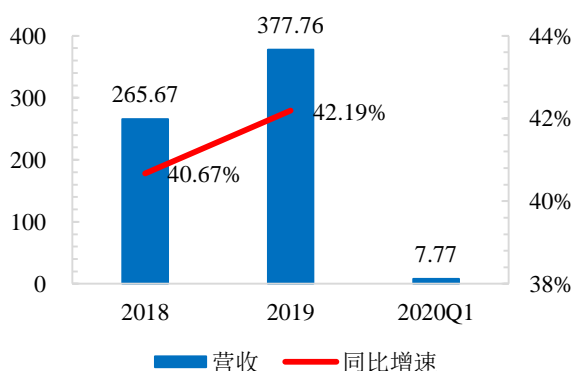
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

3.4、餐饮: 2019 年业绩放缓, 龙头强劲, 20Q1 因疫情亏损

2019 年餐饮板块整体实现营收 377.76 亿元，同比增长 42.19%，增速同比上升 1.52pct；归母净利润实现 30.14 亿元，同比增长 17.06%，增速同比下降 17.54pct，增速有所放缓的主要是因宏观经济下滑，餐饮消费增幅放缓。

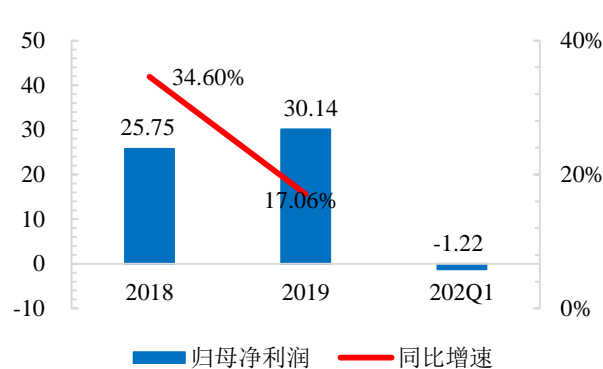
2020Q1 餐饮板块营收 7.77 亿元，同比下降 27.24%，归母净利润为负值（-1.22 亿元），同比大幅下降 368.79%，主要是因受到国内新冠疫情影响，使得外出餐饮需求大幅下降，从而大幅拉低营业收入，影响公司经营业绩。

图47: 2018-2020Q1 餐饮业营收 (亿元) 及增速



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

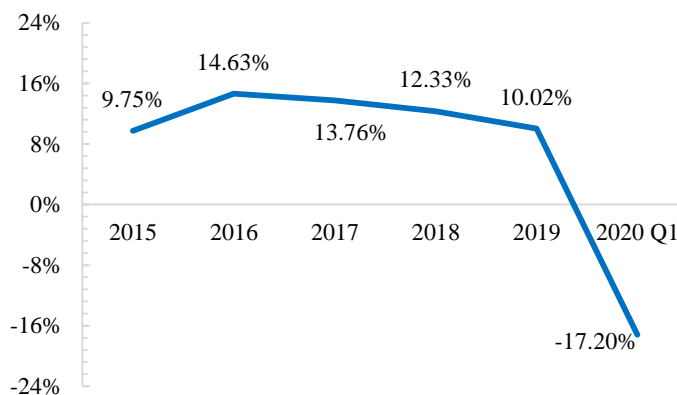
图48: 2018-2020Q1 餐厅业归母净利润 (亿元) 及增速



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2019 年餐饮板块实现毛利润 37.83 亿元, 同比增长 15.53%, 毛利率为 10.02%, 同比略有下降 2.32pct, 主要是因各公司均有出现成本上升和低毛利率业务有所增加等现象。2020Q1 毛利由 2019Q1 (4.52%) 大幅下跌至-17.20%, 受疫情冲击明显。

图49: 2015-2020Q1 餐饮业毛利率



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

海底捞: 公司 2019 年实现营收 266.19 亿元, 同比增长 56.60%, 归母净利润 23.45 亿元同比增长 42.44%, 主要源于公司餐厅数量的快速扩张所拉动营收与归母净利润快速增长。2019 年毛利率 11.74% (-1.54pct), 净利率 8.82% (-0.88pct), ROE 22.07% (+2.98pct), 毛利率和净利率均出现下幅度的下滑主要是因成本段原材料与员工支出有所提升造成, 但是 ROE 仍有小幅度的提升说明公司盈利能力仍然强劲。

广州酒家: 公司 2019 年实现营收 30.29 亿元, 同比上升 19.39%, 归母净利润 3.84 亿元同比小幅增长 0.06%, 主要源于公司月饼与餐饮业务实现良好增长所致。2019 年毛利率 52.75%, 同比下降 1.91pct, 净利率下降 2.45pct 至 12.66%, ROE 下降 2.14pct 至 17.55%, 主要是由于速冻产品业务快速发展但是其毛利率与净利率相对降低导致。2020Q1, 公司营业收入 5.33 亿元, 同比上升 0.14%, 但归母净利润方面大幅下跌 73.17% 至 0.12 亿元, 受新冠疫情冲击较大。

表9: 餐饮板块重点公司业绩情况

证券代码	公司名称	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
		2018	2019	2020Q1	2018	2019	2020Q1
6862.HK	海底捞	169.97	266.19		16.46	23.45	
603043.SH	广州酒家	25.37	30.29	5.33	3.84	3.84	0.12
0520.HK	呷哺呷哺	47.59	60.61		4.62	2.88	

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

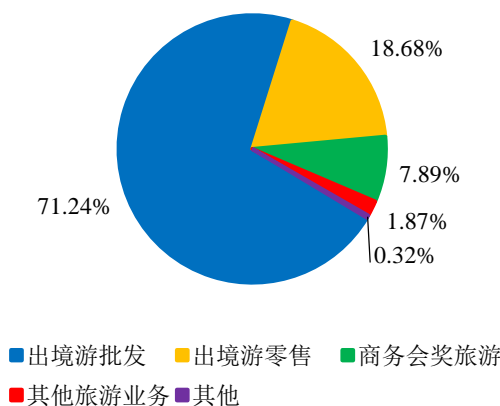
3.5、出境游: 行业景气度低迷, 海外疫情持续冲击

众信旅游 19 年营收稳健增长, 批发业务盈利能力增强。 19 全年营收 126.22 亿同比增长 3.7%, 归母净利 0.69 亿, 同比增长 191.15%, 扣非 0.59 亿, 同比增长 1493.83%, 利润大幅增长主要系 18 年曾大额计提减值损失 1.14 亿元。疫情下出境游承压持续, 大力开发境内产品, 开展“旅游+购物”业务。

20Q1 营收 11.42 亿, 同比降低 53.26%, 归母净利-0.29 亿, 同比降低 144.80%, 扣非-0.30 亿, 同比降低 146.01%。由于疫情持续在海外蔓延, 预计公司出境游业务仍将承压, 静待拐点; 公司也将继续加大境内产品开发力度(19 年国内游增长 30%);

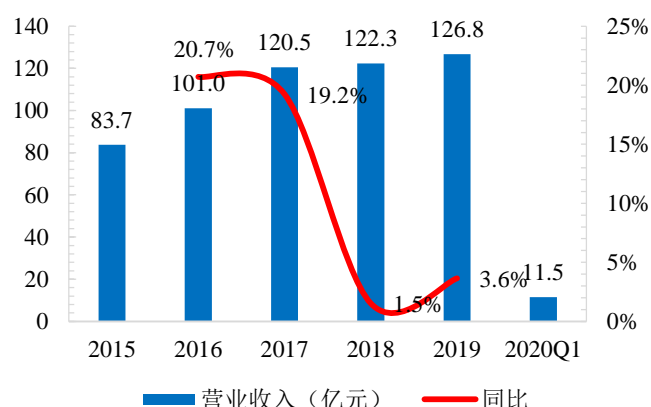
公司于年初与中免集团达成战略合作协议，拟共同开发境内外“旅游+购物”业务；携手海南省文旅厅在文旅融合创新、入境入岛旅游等方面全面合作，打开增量空间。

图50： 2019 年众信旅游收入结构



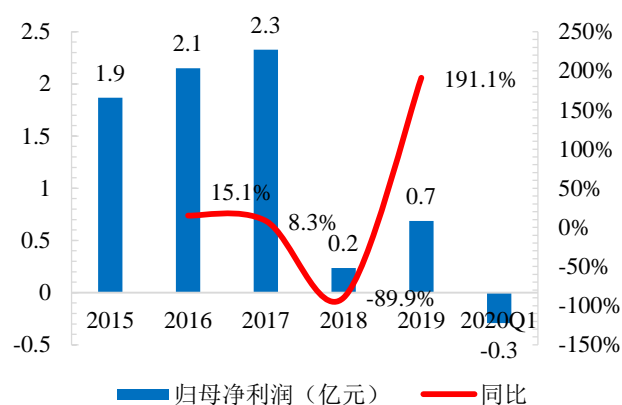
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图51： 2015-2020Q1 众信旅游营收及增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图52： 2015-2020Q1 众信旅游归母净利润及增速



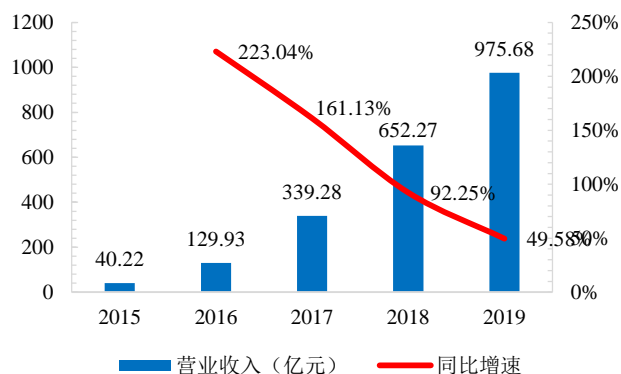
资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.6、综合平台：美团流量优势凸显，未来增长趋势无虞

美团点评：公司 2019 年实现营收 975.68 亿元，同比增长 49.58%，归母净利润首次扭亏转盈实现 22.39 亿元，同比增长 101.94%，主要是因 2018 年美团点评收购摩拜单车和整合产业链导致其归母净利润负值过大，而 2019 年美团点评扭亏转盈，使 2019 年同比增速得到较大提升，进而导致了 2019 年的毛利率、净利率和 ROE 均有较大幅度的提升，毛利率 33.14% (+9.98pct)，净利率 2.29% (+179.35pct)，ROE 实现 2.43% (+135.92pct)。

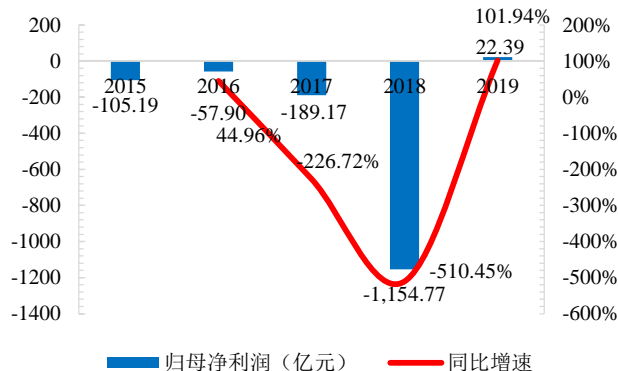
美团点评虽然未公布 2020 第一季度报，但是其受到疫情冲击已不言而喻，目前疫情防控进入常态化阶段，就餐需求复苏增长，美团点评作为互联网生活服务龙头企业，其平台流量优势、生活服务赛道扩张优势更加明显，中长期增长逻辑不改。

图53: 2015-2019 年美团点评营收及增速



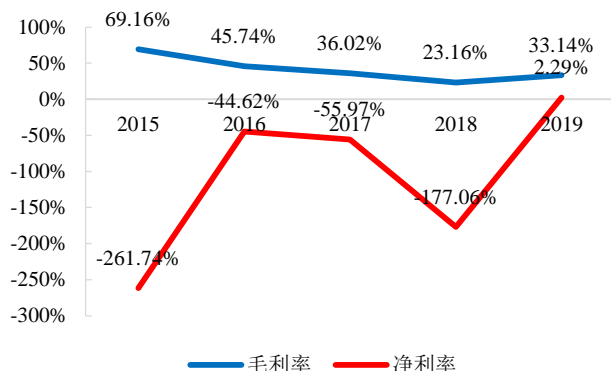
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图54: 2015-2019 年美团点评归母净利润及增速



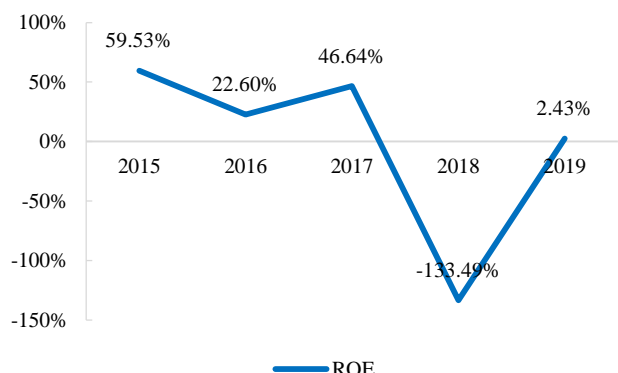
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图55: 2015-2019 年美团点评毛利率及净利率



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图56: 2015-2019 年美团点评 ROE



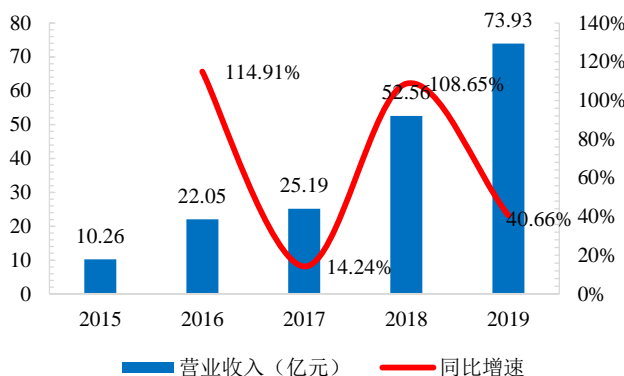
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

同程艺龙: 公司 2019 年实现营业收入 73.93 亿元, 同比增长 40.66%, 其中在线住宿收入 23.58 亿元, 同比增长 29%; 在线交通收入为 45.18 亿元, 同比增长 39.8%; 实现净利润 6.88 亿元, 同比增长 28.60%, 增速减缓。

公司 2019 年全年的毛利率和净利率均去去年基本持平, 分别为毛利率 68.65% (-0.90pct), 净利率 9.29% (-0.88pct), ROE 实现 5.57%。

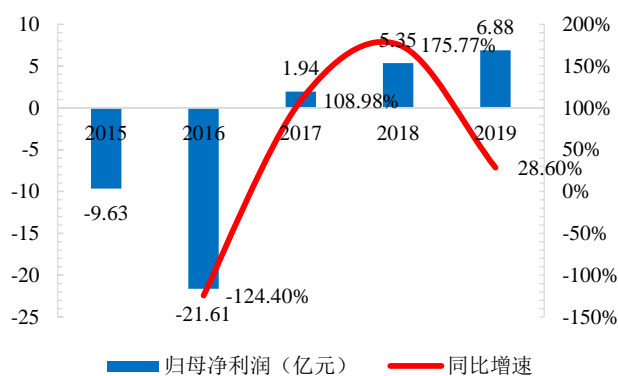
由于疫情影响, 同程艺龙在 2020Q1 缩减了推广预算, 费用下降明显; 且公司有 95% 的收入来自国内, 随着国内疫情情况的逐渐明朗, 结合良好的费用控制能促使公司渡过难关。

图57: 2015-2019 年同程艺龙营收及增速



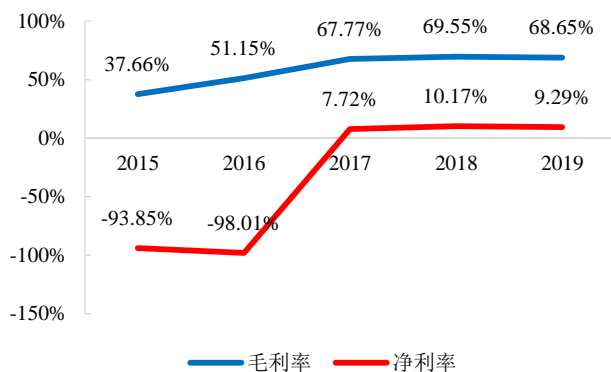
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图58: 2015-2019 年同程艺龙归母净利润及增速



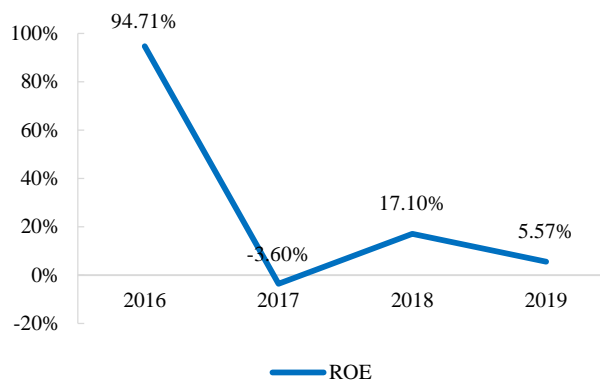
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图59: 2015-2019年同程艺龙毛利率及净利率



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图60: 2015-2019年同程艺龙 ROE



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

4、投资建议

4.1、行业总结: 关注疫情影响小的行业, 推荐职教和在线教育龙头

教育: 受稳就业政策利好, 职业招录考试和职业技能培训市场需求将持续增长, 我们看好职业教育发展前景。目前, 疫情进入常态化放宽阶段, 多地学校已开学, 线下培训机构也逐步恢复业务, 走向复苏。同时, 线上教育因疫情反而加速发展, 未来增长潜力巨大。因此, 我们推荐职教培训和在线教育龙头。

旅游: 随着国内疫情好转, 全国各地旅游景区正有序恢复开放, 各地也纷纷出台措施刺激文旅消费。我们认为, 年内文旅消费刺激政策有望继续加码, 国内旅游市场正处于不断复苏的进程。因此, 可静待细分板块龙头企业复苏, 建议关注长期逻辑有支撑的公司。

4.2、个股投资建议及评级

表10: 个股投资建议及评级

子行业	证券代码	股票名称	市值 (亿元)	ROE	EPS				PE				PB
					2018	2019	2020E	2021E	2018	2019	2020E	2021E	
职教	002607.SZ	中公教育*	1,611	52.59	0.19	0.29	0.39	0.52	121.5	77.6	58.7	43.4	77.4
	0667.HK	中国东方教育	251	13.85	0.10	0.41	0.45	0.57	-	37.8	25.3	20.1	4.1
K12	1797.HK	新东方在线*	283	-2.93	-0.06	-0.12	-0.13	-0.01	-	-	-	-	11.6
	300010.SZ	立思辰	153	1.77	-1.60	0.04	0.24	0.45	-4.5	366.4	63.5	38.3	4.8
就业	300662.SZ	科锐国际*	70	17.68	0.65	0.84	0.99	1.29	54.6	42.2	35.6	27.3	7.8
餐饮	6862.HK	海底捞	1,651	22.07	0.33	0.44	0.37	0.88	48.4	63.4	85.0	35.6	15.5

资料来源: Wind, 新时代证券研究所 (带*为新时代社服行业覆盖标的, 其余公司均采用 Wind 一致预期, 股价为 2020 年 05 月 08 日收盘价, 净利润为负情况剔除 PE 值)

5、风险分析

5.1、疫情反弹风险

目前, 新冠肺炎疫情仍处在防控关键时期, 海外扩散蔓延风险仍不可轻视, 需内防反弹、外防输入。疫情导致餐饮、酒店、旅游和线下教育培训等行业面临严重的冲击, 若疫情扩散风险不能够及时控制, 社服行业的绝大部分公司都将可能出现

现金流断裂而倒闭的风险。

5.2、疫情防控政策变化风险

疫情的影响对国内旅游和教育行业带来重大损失，目前市场处于逐渐恢复阶段。若国家改变疫情防控政策，则会导致景区客流不及预期，酒店入住率不及预期，零售门店单店收入恢复不及预期，旅游出行意愿恢复不及预期等带来疫情防控政策变化风险。

5.3、公司经营风险

旅游和教育行业的公司均为轻资产公司，经营严重依赖现金流收入。目前，疫情严重影响公司的现金流收入，因此经营风险较大。若不能及时缓解资金压力，公司将面临难以维持经营的局面。

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，社服行业首席分析师，2017年加入新时代证券，5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	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@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/>