

2018年半年报总结：在线教育增长迅速，成人培训空间广阔

——教育行业跨市场研究报告之七

行业动态

◆截止到2018年9月1日，跨市场（三板、A股、港股、美股）教育行业公司2018年半年报已披露完毕。我们根据主营业务的不同，将数万亿产值的272家跨市场教育行业公司划分为五大细分子行业，主要包括：（1）教育信息化、（2）培训、（3）学校、（4）在线教育、（5）教育出版。并得到以下结论：

◆教育行业整体增长稳健，关注高景气的细分板块。根据年报信息披露完全的272家跨市场教育行业公司，跨市场（三板、A股、港股、美股）教育行业2018H1总体营业收入822.42亿元，同比增长14.25%；总体净利润103.51亿元，同比增长12.93%。净利润样本包括（1）三板、美股、港股中2018年半年报信息披露完全的公司；（2）A股包含三垒股份、开元股份、百洋股份等45家企业。扣除教育出版板块，跨市场（三板、A股、港股、美股）教育行业2018H1总体收入421.17亿元，同比增长28.25%；总体净利润52.89亿元，同比增长26.24%。

◆跨市场细分领域：（1）教育信息化：收入95.74亿元，+15.63%；净利润7.58亿元，-0.47%。（2）培训：收入259.70亿元，+32.42%；净利润27.10亿元，+26.37%。（3）学校：收入54.15亿元，+30.42%；净利润18.25亿元，+43.13%。（4）在线教育：收入11.58亿元，+45.32%；净亏损486.48万元，-162.45%。（5）教育出版：收入401.25亿元，+2.51%；净利润50.62亿元，+1.72%。

◆主要财务指标：（1）从营收增速来看，在线教育（+45.32%）营收增速最高，领先于培训（+32.42%）和学校（+30.42%）。（2）从各板块的总收入占比来看，教育出版占比最大（48.79%），培训（31.58%）、教育信息化（11.64%）、学校（6.58%）位列第二、三和四名。

◆新三板教育行业：2018H1整体收入和利润小幅增长。根据208家半年报信息披露完全的新三板教育行业公司，新三板教育行业2018H1总体营业收入87.03亿元，同比增长3.78%；总体净利润2.94亿元，同比增长3.44%。

◆投资建议。我们维持我们年初至今对于A股教育行业的投资观点“聚焦龙头，兼顾成长”。（1）龙头主线推荐教育信息化龙头视源股份（002841），建议关注以下细分赛道龙头公司的并购进程：职业培训龙头中公教育借壳亚夏汽车（002607）、神州数码（000034）并购留学中介巨头公司启德教育、三垒股份（002621）并购早教龙头美吉姆教育。（2）成长主线建议关注百洋股份、科斯伍德、盛通股份、开元股份、三盛教育、立思辰等公司。

◆风险提示：教育政策变化、市场竞争加剧等。

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (X)			
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
视源股份	002841.SZ	393	60.40	1.06	1.47	1.99	2.62	57	41	30	23
百洋股份	002696.SZ	39	9.92	0.29	0.54	0.67	0.82	34	18	15	12
开元股份	300338.SZ	32	9.15	0.47	0.53	0.71	0.88	19	17	13	10
盛通股份	002599.SZ	32	9.86	0.29	0.48	0.65	0.79	34	21	15	12
三盛教育	300282.SZ	30	12.12	0.09	0.58	0.60	0.64	N/A	21	20	19

资料来源：Wind，光大证券研究所预测注：股价为2018年9月4日收盘价

分析师

刘凯(执业证书编号：S0930517100002)
021-22169324
kailiu@ebcn.com

目 录

1、 跨市场教育行业公司 2018 年半年报分析.....	5
1.1、 跨市场教育行业 2018 年半年报分析：学历教育利润增速超 40%，在线教育领跑营收增长.....	5
1.2、 新三板教育行业 2018 半年报分析：在线教育行业领跑营收增长.....	7
2、 跨市场教育细分行业公司 2018 半年报分析.....	9
2.1、 教育信息化：业绩分化显著，龙头优势巩固.....	9
2.2、 培训（0-6 岁）：收入增长 10%，三垒股份拟并购美吉姆教育.....	13
2.3、 培训（6-18 岁）：收入增长 40%，利润增长 39%.....	15
2.4、 培训（18 岁+）：收入小幅上涨，关注 A 股重点公司.....	17
2.5、 学校：业绩表现靓丽，利润增长超四成.....	20
2.6、 在线教育：18H1 营收大幅增长，正保远程占据绝对龙头地位.....	22
2.7、 教育出版：18H1 业绩小幅提升，行业竞争格局稳定.....	24
3、 教育行业评级分析和投资策略.....	26
3.1、 估值分析：A 股和三板教育行业部分公司已经接近底部且具备较高安全边际.....	26
3.2、 投资建议：积极关注重点细分行业内优质公司.....	27
4、 风险因素.....	30

图表目录

图 1：跨市场教育行业 2018H1 各细分行业营业收入占比情况.....	5
图 2：跨市场教育行业 2018H1 各细分行业净利润占比情况（扣除在线教育行业）.....	6
图 3：跨市场教育企业 2018H1 营业收入前 20 名及增长情况（扣除出版行业）（单位：百万元人民币）.....	6
图 4：跨市场教育企业 2018H1 净利润前 20 名及增长情况（扣除出版行业）（单位：百万元人民币）.....	7
图 5：新三板教育行业 2018H1 各细分行业营业收入占比情况.....	8
图 6：新三板教育行业 2018H1 各细分行业净利润占比情况.....	8
图 7：新三板教育企业 2018H1 营业收入前 20 名及增长情况（单位：百万元人民币）.....	8
图 8：新三板教育企业 2018H1 净利润前 20 名及增长情况（单位：百万元人民币）.....	9
图 9：2017H1、2018H1 教育信息化收入（亿元人民币）.....	10
图 10：2017H1、2018H1 教育信息化公司净利润（亿元人民币）.....	10
图 11：2018H1 教育信息化公司营业收入前 10 名及同比增长率（单位：百万元人民币）.....	11
图 12：2018H1 教育信息化公司净利润前 10 名及同比增长率（单位：百万元人民币）.....	11
图 13：2017H1、2018H1 幼教培训公司营业收入（亿元人民币）.....	13
图 14：2017H1、2018H1 幼教培训公司净利润（亿元人民币）.....	13
图 15：2018H1 幼教培训教育公司营业收入前 9 名及同比增长率（单位：百万元人民币）.....	13
图 16：2018H1 幼教培训教育公司净利润前 7 名及同比增长率（单位：百万元人民币）.....	14
图 17：2017H1、2018H1 K12 培训公司营业收入（亿元人民币）.....	15
图 18：2017H1、2018H1 K12 培训公司净利润（亿元人民币）.....	15
图 19：2018H1 K12 培训公司营业收入前 10 名及同比增长率（单位：百万元人民币）.....	15
图 20：2018H1 K12 培训公司净利润前 10 名及同比增长率（单位：百万元人民币）.....	16
图 21：2017H1、2018H1 成人培训教育公司营业收入（百万元人民币）.....	18
图 22：2017H1、2018H1 成人培训教育公司净利润（百万元人民币）.....	18
图 23：2018H1 成人培训教育公司营业收入前 10 名及同比增长率（单位：百万元人民币）.....	18
图 24：2018H1 成人培训教育公司净利润前 10 名及同比增长率（单位：百万元人民币）.....	18
图 25：2017H1、2018H1 年学历教育公司营业收入（百万元人民币）.....	21
图 26：2017H1、2018H1 年学历教育公司净利润（百万元人民币）.....	21
图 27：2018H1 学历教育公司营业收入前 10 名及同比增长率（单位：百万元人民币）.....	21
图 28：2018H1 学历教育公司净利润前 10 名及同比增长率（单位：百万元人民币）.....	21
图 29：2017H1、2018H1 在线教育公司营业收入（百万元人民币）.....	23
图 30：2017H1、2018H1 在线教育公司净利润（百万元人民币）.....	23
图 31：2018H1 在线教育公司营业收入前 10 名及同比增长率（单位：百万元人民币）.....	23
图 32：2018H1 在线教育公司净利润前 10 名及同比增长率（单位：百万元人民币）.....	23
图 33：2017H1、2018H1 教育出版公司营业收入（亿元人民币）.....	25
图 34：2017H1、2018H1 教育出版公司净利润（亿元人民币）.....	25
图 35：2018H1 教育出版公司营业收入前 10 名及同比增长率（单位：亿元人民币）.....	25
图 36：2018H1 教育出版公司净利润前 10 名及同比增长率（单位：亿元人民币）.....	25

图 37：三板精选、A 股重点、美股、一级市场估值比较	27
表 1：教育信息化公司 2018 年中报总结	11
表 2：幼教培训公司 2018 年中报总结	14
表 3：K12 培训公司 2018 年中报总结	16
表 4：成人培训教育公司 2018 年中报总结	19
表 5：学历教育公司 2018 年中报总结	22
表 6：在线教育公司 2018 年中报总结	24
表 7：教育出版公司 2018 年中报总结	25
表 8：A 股教育行业重点公司列表	27
表 9：港股教育行业部分重点公司列表（单位：港元）	28
表 10：港股教育行业部分重点公司 EV/EBITDA 估值列表（单位：港元）	28
表 11：港股教育行业部分重点公司 PE 估值列表（单位：港元）	29
表 12：美股教育行业重点公司列表（单位：美元）	29
表 13：三板教育行业部分公司列表	29

1、跨市场教育行业公司 2018 年半年报分析

截止到 2018 年 9 月 1 日，跨市场教育行业公司 2018 年半年报已披露完毕。我们根据主营业务的不同，将数万亿产值的 272 家跨市场教育行业公司划分为 5 大细分子行业，主要包括：（1）教育信息化 120 家，（2）教育出版 29 家、（3）学校 15 家、（4）在线教育 14 家、（5）培训 94 家。

1.1、跨市场教育行业 2018 年半年报分析：学历教育利润增速超 40%，在线教育领跑营收增长

跨市场教育行业：2018H1 整体营收和净利润快速增长。根据半年报信息披露完全的 272 家跨市场教育行业公司，跨市场教育行业 2018H1 总体营业收入 822.42 亿元，同比增长 14.25%；总体净利润 103.51 亿元，同比增长 12.93%。

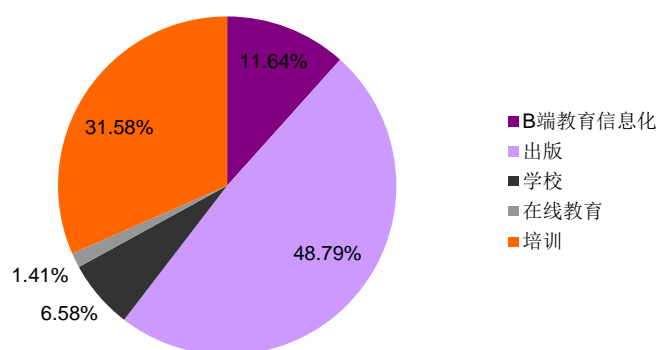
净利润样本包括（1）三板、美股、港股中 2018 年半年报信息披露完全的公司；（2）A 股包含三垒股份、开元股份、百洋股份等 45 家企业（仅包含公司的教育分项业务）。

1. 教育信息化：收入 95.74 亿元，+15.63%；净利润 7.58 亿元，-0.47%。
2. 培训：收入 259.70 亿元，+32.42%；净利润 27.10 亿元，+26.37%。
3. 学校（学历教育）：收入 54.15 亿元，+30.42%；净利润 18.25 亿元，+43.13%。
4. 在线教育：收入 11.58 亿元，+45.32%；净亏损 486.48 万元，-162.45%。
5. 教育出版：收入 401.25 亿元，+2.51%；净利润 50.62 亿元，+1.72%。

从营收增速来看，在线教育（+45.32%）营收增速最高，领先于培训（+32.42%）和学校（+30.42%）。

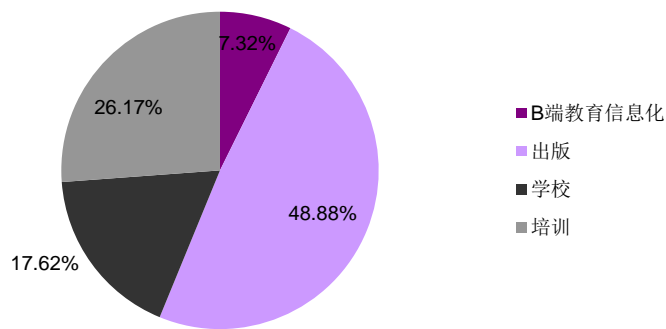
从各板块的总收入占比来看，教育出版占比最大（48.79%），培训（31.58%）、教育信息化（11.64%）、学校（6.58%）位列第二、三和四名。

图 1：跨市场教育行业 2018H1 各细分行业营业收入占比情况



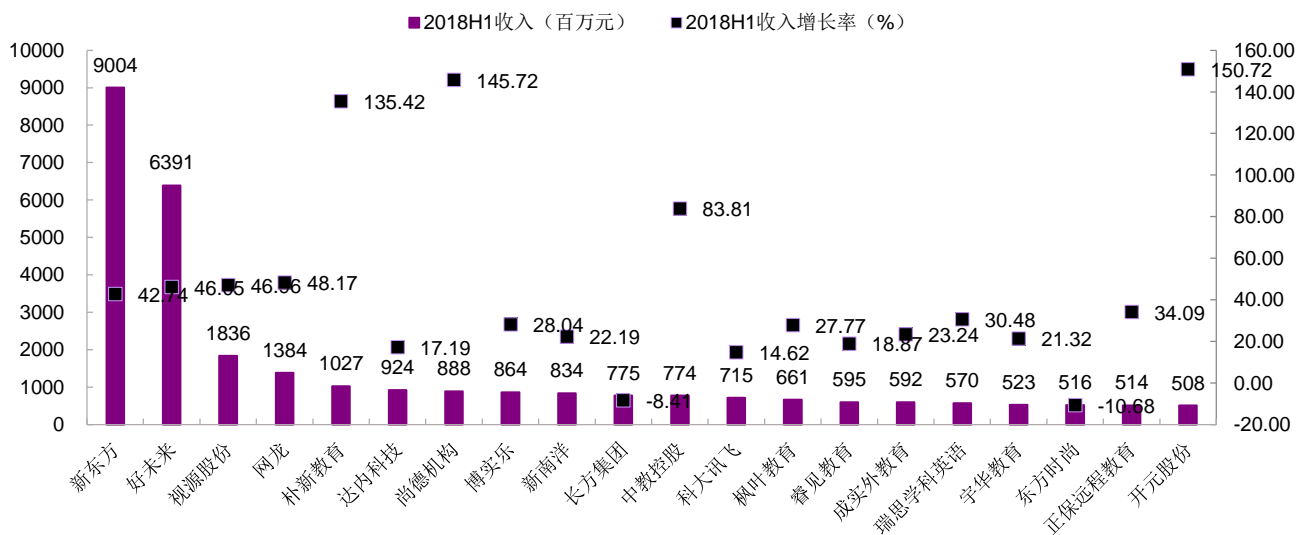
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 2：跨市场教育行业 2018H1 各细分行业净利润占比情况（扣除在线教育行业）



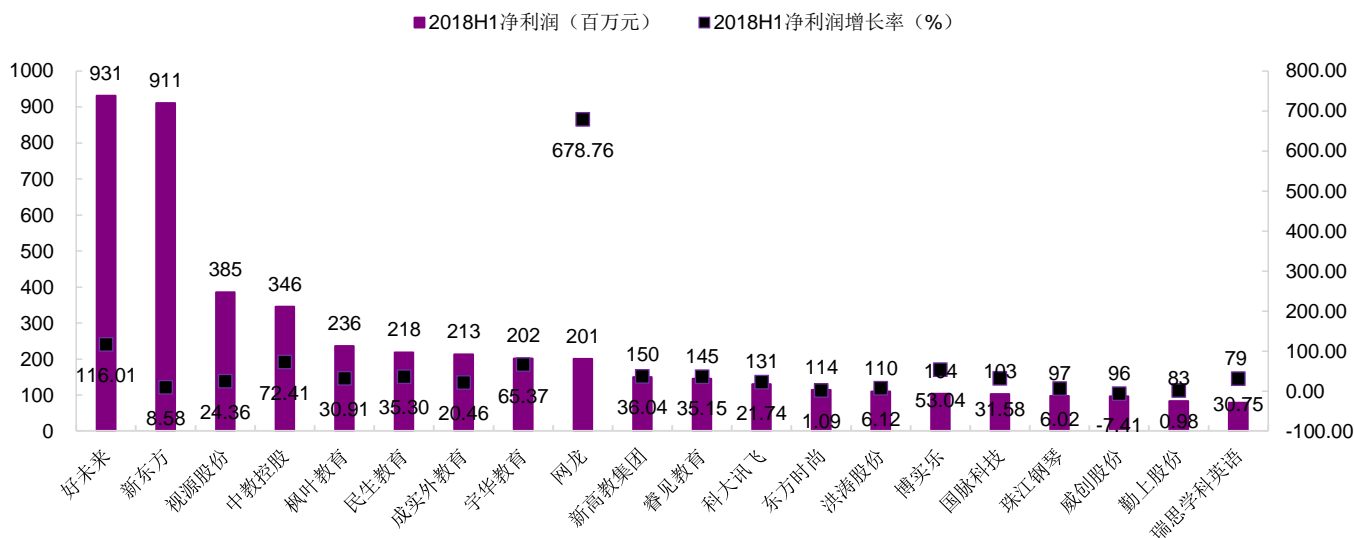
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 3：跨市场教育企业 2018H1 营业收入前 20 名及增长情况（扣除出版行业）（单位：百万元人民币）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 4：跨市场教育企业 2018H1 净利润前 20 名及增长情况（扣除出版行业）（单位：百万元人民币）



资料来源：Wind、光大证券研究所

1.2、新三板教育行业 2018 半年报分析：在线教育行业领跑营收增长

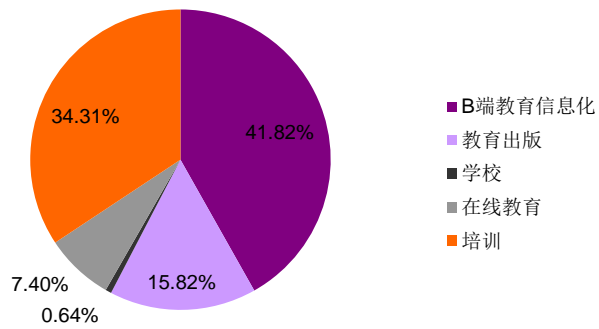
新三板教育行业：2018H1 整体收入和利润快速增长。根据 208 家年报信息披露完全的新三板教育行业公司，新三板教育行业 2018H1 总体营业收入 87.03 亿元，同比增长 3.78%；总体净利润 2.94 亿元，同比增长 3.44%。

1. 教育信息化：收入 36.40 亿元，+6.89%；净利润 2143 万元，-43.71%。
2. 教育出版：收入 13.77 亿元，+7.43%；净利润 1.22 亿元，-28.87%。
3. 学校：收入 5642 万元，-0.11%；净利润 748 万元，-19.60%。
4. 在线教育：收入 6.44 亿元，+55.71%；净利润 1507 万元，-143.58%。
5. 培训：收入 29.86 亿元，-7.52%；净利润 1.28 亿元，+27.77%。

从营收增速来看，在线教育（+55.71%）营收增速最高，领先于教育出版（+7.43%）和教育信息化（+6.89%）。从净利润增速来看，培训（+27.77%）净利润增速最高。

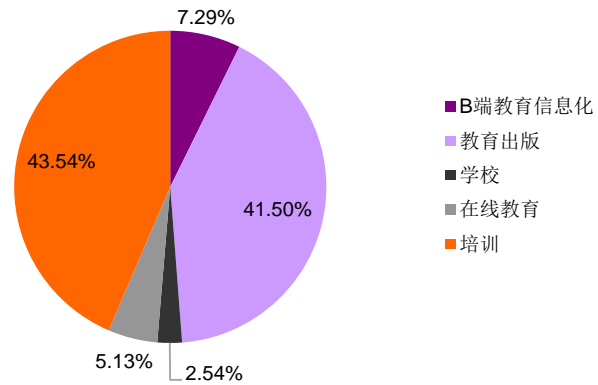
从各板块的总收入占比来看，教育信息化占比最大（41.82%），培训（34.31%）、教育出版（15.82%）、在线教育（7.40%）位列第二、三和四名。从各板块的净利润占比来看，培训占比最大（43.54%），教育出版（41.50%）、教育信息化（7.14%）、在线教育（5.10%）位列第二、三和四名。

图 5：新三板教育行业 2018H1 各细分行业营业收入占比情况



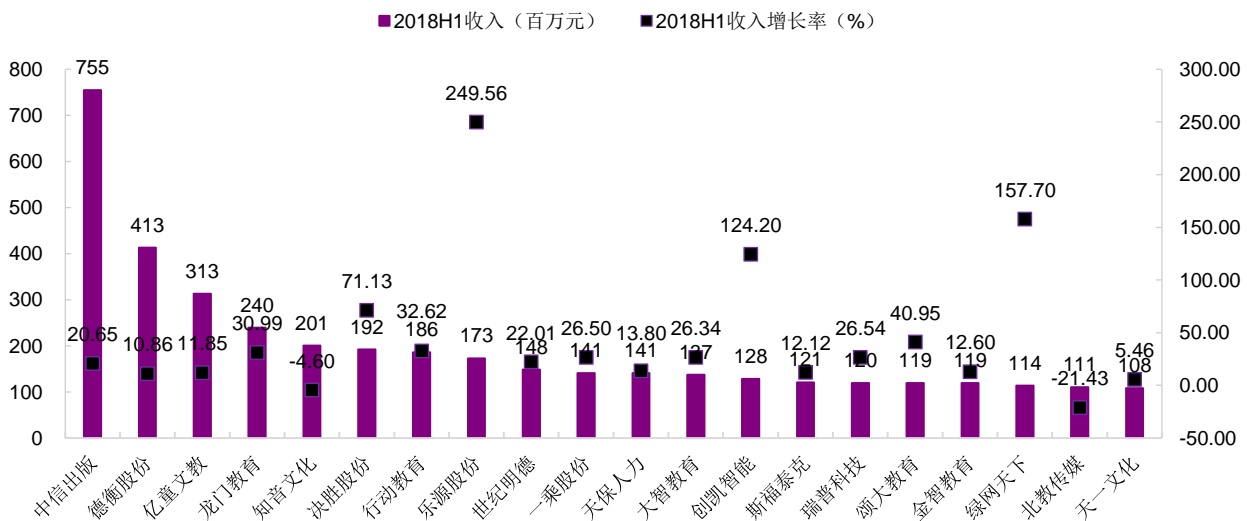
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 6：新三板教育行业 2018H1 各细分行业净利润占比情况



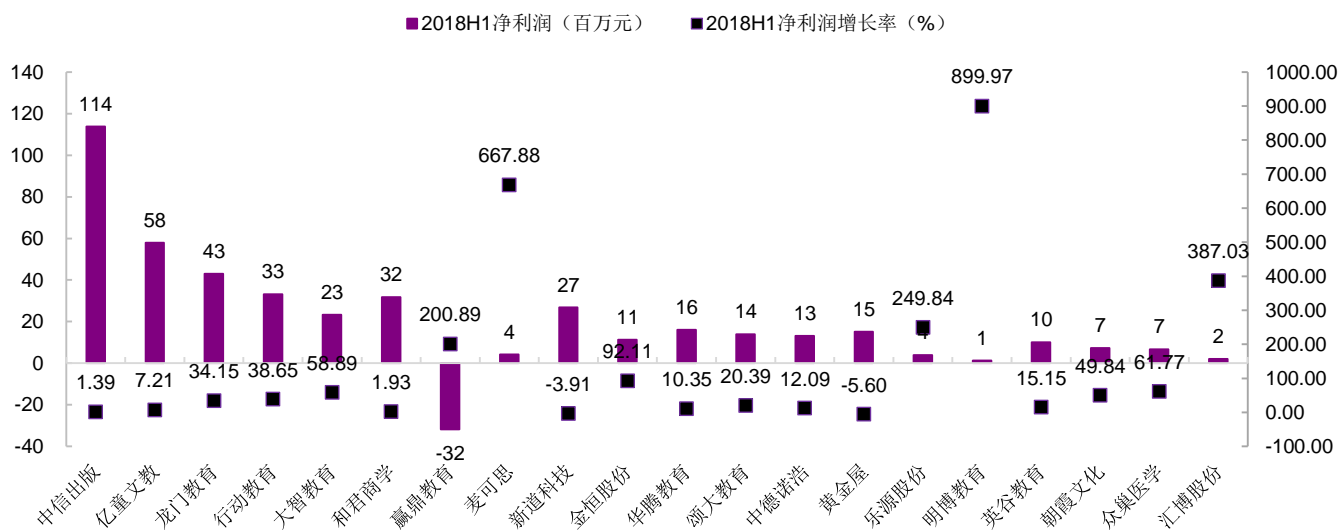
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 7：新三板教育企业 2018H1 营业收入前 20 名及增长情况（单位：百万元人民币）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 8：新三板教育企业 2018H1 净利润前 20 名及增长情况（单位：百万元人民币）



资料来源：Wind、光大证券研究所

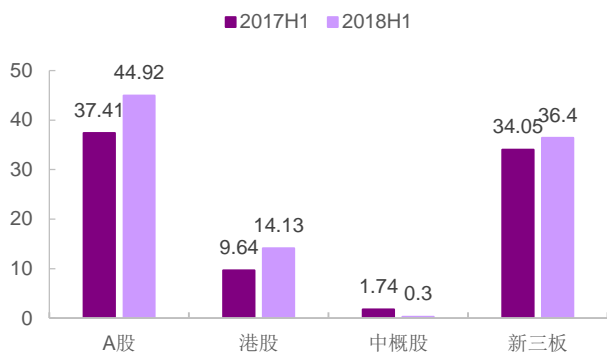
2、跨市场教育细分行业公司 2018 半年报分析

2.1、教育信息化：业绩分化显著，龙头优势巩固

我们以信息披露完全的 13 家 A 股、2 家港股、1 家中概股、104 家三板总计 120 家教育信息化公司为样本。13 家 A 股（仅包含公司的教育分项业务）分别是视源股份、科大讯飞、立思辰、全通教育、拓维信息、三盛教育、正元智慧、天喻信息、新开普、文化长城、方直科技、高乐股份、和晶科技；2 家港股为网龙（教育业务）、中国网络信息科技；1 家中概股为 ATA 公司；82 家三板公司为新道科技、颂大教育、华腾教育、创凯智能、黄金屋、清睿教育、金智教育、麦可思、纵横六合等。

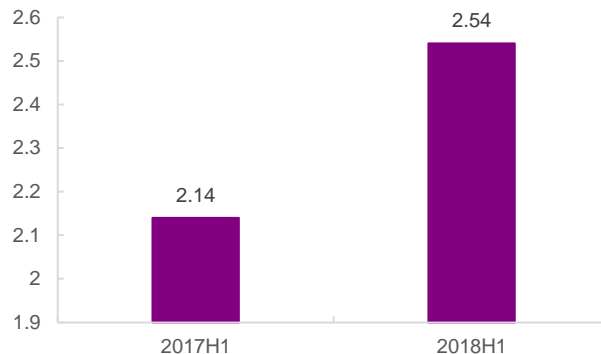
2018H1 教育信息化板块整体收入和净利润均呈显著增长态势。2018H1 实现教育信息化收入 95.74 亿元，同比增长 15.63%。盈利方面，由于除全通教育和方直科技外，A 股和港股公司均为多主业，所以我们仅统计三板该细分行业的净利润情况。2018H1 三板该细分行业总体净利润 2.54 亿元，同比上升 18.22%。

图 9：2017H1、2018H1 教育信息化收入 (亿元人民币)



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 10：2017H1、2018H1 教育信息化公司净利润 (亿元人民币)

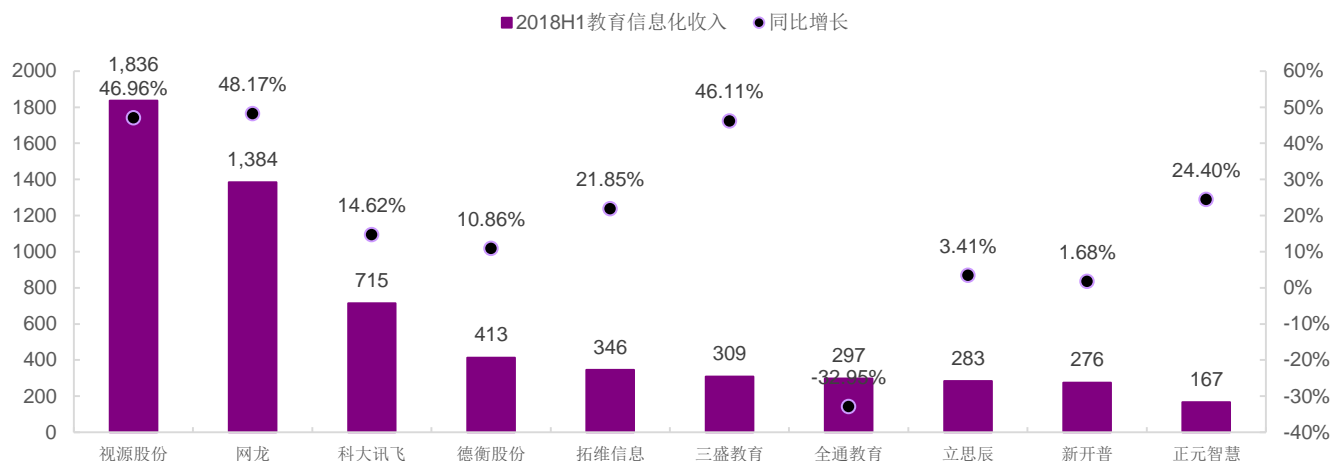


资料来源：Wind、光大证券研究所

板块内公司盈利能力分化明显，龙头企业营收和净利润持续增长。

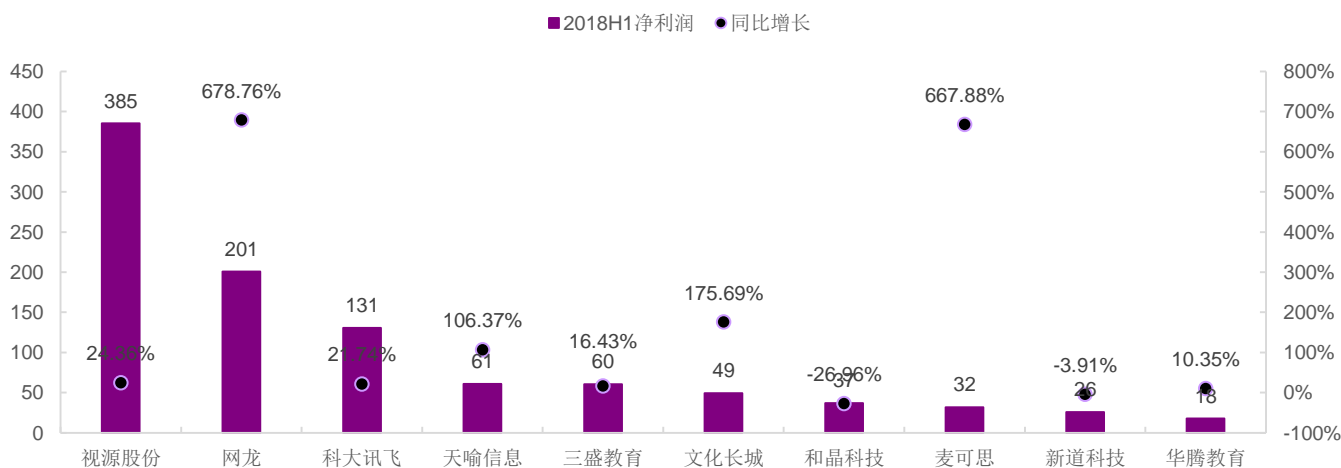
- (1) A股：教育业务营收前三名分别为视源股份(002841.SZ, 18.36 亿元,+46.96%)、科大讯飞(002230.SZ, 7.15 亿元,+14.62%)、拓维信息(002261.SZ, 3.45 亿元,+21.85%)。
- (2) 港股：教育信息化公司中营收第一位为网龙(0777.HK), 2018H1 教育信息化收入 13.84 亿元，同比增长 48.17%。
- (3) 中概股：教育信息化公司 ATA (ATAI.O), 2018H1 教育信息化收入 0.30 亿元，同比下降-82.97%。
- (4) 新三板：2018H1 净利润前三位的公司是麦可思(833861.OC, 1,834.16 万元,+667.88%)、新道科技(833694.OC, 2,574.18 万元,-3.91%)、华腾教育(834845.OC, 1,773.39 万元,+10.35%)。净利润增幅在 200% 以上的有博校科技(837060.OC, 30.92 万元,+1,495.99%)、创凯智能(871106.OC, 286.01 万元,+1,343.39%)、良华科教(839149.OC, 150.37 万元,+1322.80%)、明博教育(837526.OC, 1,312.33 万元,+899.97%)、麦可思(833861.OC, 3,180.17 万元,+667.88%)、金智教育(832624.OC, 490.00 万元,+631.61%)、精英在线(871575.OC, 148.87 万元,+452.94%)、汇博股份(871462.OC, 1027.91 万元,+387.03%)、云康智能(872607.OC, 558.65 万元,+341.02%)。

图 11：2018H1 教育信息化公司营业收入前 10 名及同比增长率（单位：百万元人民币）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 12：2018H1 教育信息化公司净利润前 10 名及同比增长率（单位：百万元人民币）



资料来源：Wind、光大证券研究所

依托于体制内和公立教育体系的教育信息化行业已成风口。截至 2018 年 9 月 3 日，新三板教育行业挂牌公司 202 家，教育信息化公司 104 家，占比约 52%，成为教育行业中体量最大、公司最多、业务最广的细分行业。此外，教育信息化公司的背景十分多元化，包括传统的硬件厂商、大型出版传媒集团、互联网巨头、教育培训机构，以及数量众多的教育科技公司等等。新高考改革、课程和资源建设、教育大数据分析和教师培训等细分领域都是教育信息化的切入口，依托于体制内和公立教育体系的教育信息化行业已成风口。

表 1：教育信息化公司 2018 年中报总结

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	2018H1 收入 (百万元)	2018H1 收入增长率 (%)	2018H1 教育信息化收入 (百万元)	2018H1 教育信息化收入增长率 (%)	2018H1 净利润 (百万元)	2018H1 净利润增长率 (%)
视源股份	002841.SZ	399.76	61.42	6,218.90	66.83	1,836.45	46.96	385.29	24.36
网龙	0777.HK	87.32	16.44	2,476.27	39.24	1,384.07	48.17	200.74	678.76
科大讯飞	002230.SZ	660.19	31.55	3,209.99	52.68	714.56	14.62	130.60	21.74

天喻信息	300205.SZ	35.09	8.16	1,177.28	11.03	111.51	120.64	61.04	106.37
三盛教育	300282.SZ	30.19	12.10	315.66	-62.70	308.85	46.11	60.41	16.43
文化长城	300089.SZ	26.70	5.55	401.06	79.59	30.32	-68.48	49.49	175.69
和晶科技	300279.SZ	28.82	6.42	702.59	-10.76	72.60	5.65	37.06	-26.96
麦可思	833861.OC	4.80	42.84	63.79	93.05	63.79	93.05	31.80	667.88
新道科技	833694.OC	8.52	3.90	96.33	19.42	96.33	19.42	25.74	-3.91
高乐股份	002348.SZ	35.14	3.71	396.48	42.86	9.45	N/A	18.63	-38.81
华腾教育	834845.OC	9.43	10.99	36.13	6.60	36.13	6.60	17.73	10.35
颂大教育	430244.OC	6.99	2.76	119.25	40.95	119.25	40.95	16.82	20.39
黄金屋	836306.OC	N/A	N/A	47.63	-22.28	47.63	-22.28	14.30	-5.60
拓维信息	002261.SZ	46.67	4.24	487.67	-11.46	345.82	21.85	14.26	-89.02
明博教育	837526.OC	3.34	3.34	85.32	259.42	85.32	259.42	13.12	899.97
英谷教育	834266.OC	0.10	1.00	23.01	16.70	23.01	16.70	11.52	15.15
汇博股份	871462.OC	2.21	2.21	98.30	134.74	98.30	134.74	10.28	387.03
光华教育	838468.OC	2.07	9.00	48.95	-8.03	48.95	-8.03	9.14	19.97
飞硕科技	872010.OC	N/A	N/A	26.55	30.09	26.55	30.09	8.24	37.03
龙源数媒	837482.OC	4.55	16.25	48.65	10.30	48.65	10.30	7.06	60.10
中诺思	833557.OC	2.04	5.02	61.35	40.12	61.35	40.12	7.01	70.32
爱立方	836859.OC	2.09	3.98	43.09	4.41	43.09	4.41	6.89	19.68
金视野	871925.OC	N/A	N/A	35.45	-2.92	35.45	-2.92	6.44	-9.24
云康智能	872607.OC	N/A	N/A	45.01	66.22	45.01	66.22	5.59	341.02
天立泰	831918.OC	3.68	6.50	84.11	9.29	84.11	9.29	5.21	-17.50
金智教育	832624.OC	6.75	11.25	119.19	12.60	119.19	12.60	4.0-	631.61
华发教育	833960.OC	3.39	7.28	29.79	7.62	29.79	7.62	4.76	-36.87
方直科技	300235.SZ	15.96	9.51	44.83	21.63	30.72	-21.13	4.72	N/A
朗朗教育	834729.OC	4.27	8.45	64.65	-17.62	64.65	-17.62	4.27	-77.81
好兄弟	872141.OC	0.31	2.99	11.79	101.38	11.79	101.38	4.21	199.59
神尔科技	835019.OC	4.72	10.65	31.78	-42.14	31.78	-42.14	3.44	-62.99
蓝贝股份	832730.OC	3.12	7.39	84.67	2.77	84.67	2.77	3.42	11.57
读行学堂	870537.OC	N/A	N/A	34.28	40.88	34.28	40.88	3.12	7.32
华博教育	831308.OC	1.62	8.10	14.78	8.05	14.78	8.05	2.97	-18.23
创凯智能	871106.OC	3.72	10.29	128.43	124.20	128.43	124.20	2.86	1,343.39
智盛信息	836955.OC	N/A	N/A	6.76	278.51	6.76	278.51	2.71	N/A
纵横六合	834202.OC	2.59	4.77	81.21	-30.22	81.21	-30.22	2.68	-72.55
光大教育	833500.OC	0.83	2.00	19.01	5.84	19.01	5.84	2.05	-57.43
良华科教	839149.OC	4.19	9.85	13.99	243.74	13.99	243.74	1.50	1,322.80
精英在线	871575.OC	1.80	36.00	14.37	35.84	14.37	35.84	1.49	452.94
艾的教育	835614.OC	0.49	7.00	10.60	86.63	10.60	86.63	1.27	N/A
正元智慧	300645.SZ	20.39	30.58	166.91	24.40	166.91	24.40	1.13	N/A
五岳鑫	430022.OC	0.25	0.50	18.11	8.20	18.11	8.20	1.04	N/A
能龙教育	831529.OC	3.16	2.66	40.62	-2.53	40.62	-2.53	0.99	N/A
东方信达	838578.OC	0.84	3.38	48.50	74.04	48.50	74.04	0.82	-5.37
德衡股份	871674.OC	N/A	N/A	412.92	10.86	412.92	10.86	0.63	155.04
奥派股份	830794.OC	2.41	8.00	18.70	6.61	18.70	6.61	0.56	-71.62

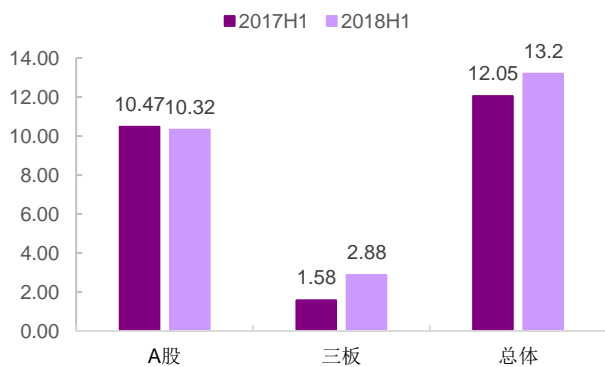
资料来源: Wind、光大证券研究所整理 注: 股价为 2018 年 9 月 3 日收盘价

2.2、培训（0-6岁）：收入增长10%，三垒股份拟并购美吉姆教育

我们以信息披露完全的3家A股、6家三板总计9家幼教培训公司为样本。3家A股（仅包含公司的教育分项业务）分别是威创股份、三垒股份（楷德教育+拟收购美吉姆教育）和长方集团；6家三板公司为童学文化、凯米教育、大千教育、昇迪科技、乐源股份和艾莱森。

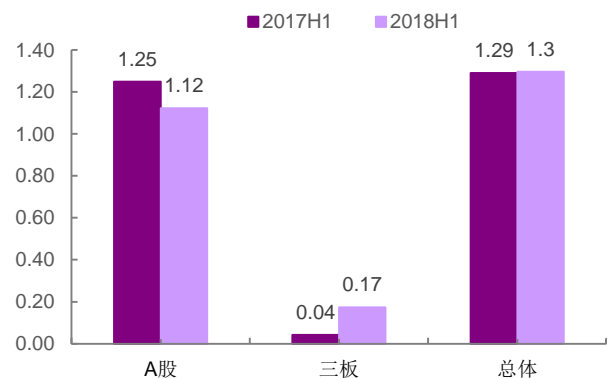
2018H1 幼教培训板块整体收入和净利润稳健增长。2018H1 总体收入13.20亿元，同比增长9.55%；盈利方面，总体净利润1.30亿元，同比增长0.48%。其中A股幼教培训公司总体实现营收10.32亿元，同比下降1.43%，净利润1.12亿元，同比下降10.07%；三板幼教培训公司总体收入2.88亿元，同比上升82.42%，净利润1,739.01万元，同比上升314.54%。

图 13：2017H1、2018H1 幼教培训公司营业收入（亿元人民币）



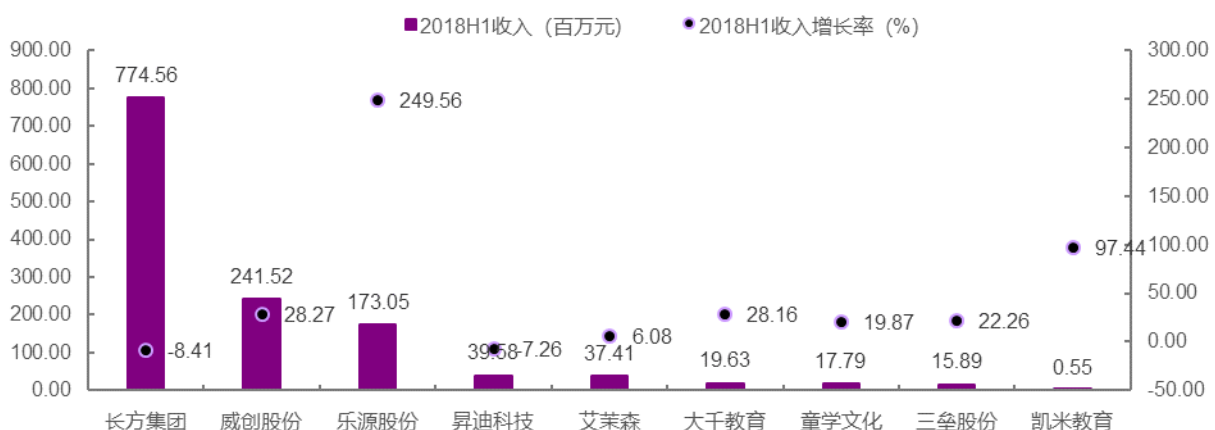
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 14：2017H1、2018H1 幼教培训公司净利润（亿元人民币）



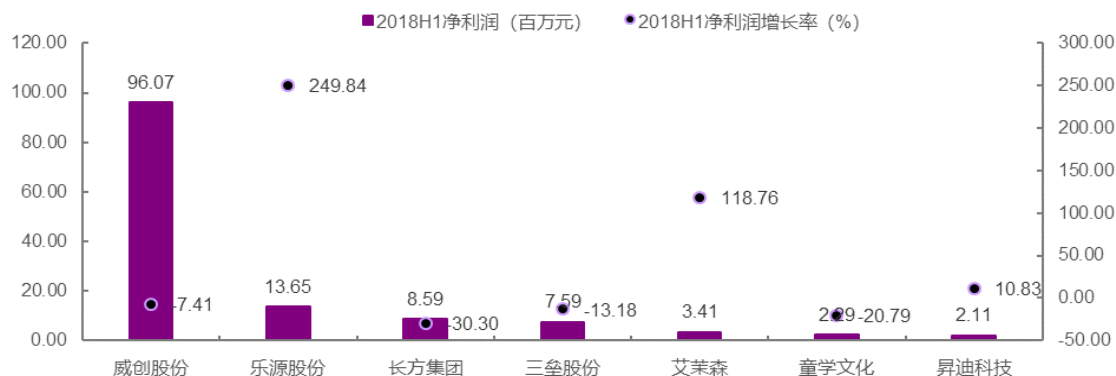
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 15：2018H1 幼教培训教育公司营业收入前9名及同比增长率（单位：百万元人民币）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 16: 2018H1 幼教培训教育公司净利润前 7 名及同比增长率 (单位: 百万元人民币)



资料来源: Wind、光大证券研究所

三垒股份: 加大基础板块销售力度, 总收入增长 63%。三垒股份 2018 年上半年收入 9,755 万元 (+62.99%), 归母净利润 759 万元 (-13.18%), 扣非归母净利润-284 万元 (-144.83%), 摊薄 EPS 为 0.02 元, 公司收入大幅增加的主要原因是高端机床的国内销售收入和塑机装备的出口收入均比上年同期大幅增长。2018 年上半年公司塑料管道制造装备业务、高端机床业务、教育咨询业务收入分别为 6,419 万元 (+43.96%)、1,747 万元 (+671.35%)、1,589 万元 (+22.26%), 收入占比分别为 65.80%、17.91%、16.29%。

三垒股份持续并购优质教育标的, “留学+早教”深入布局。2017 年 2 月三垒股份全资收购北京楷德教育咨询有限公司切入教育行业后, 形成了教育、制造业双主业运营的产业格局。2018 年 1 月, 公司启动针对国内儿童早期教育龙头企业美杰姆的 33 亿元现金并购。截至 2018 年 6 月 30 日, 美杰姆教育签约的早教中心总数达 392 家, 包括 294 家加盟中心和 98 家直营中心, 其中一线、二线、三线及以下城市分别为 73 家 (全部直营)、204 家 (直营 25 家/加盟 179 家) 和 115 家 (全部加盟)。由于规范性等原因, 标的公司美杰姆教育将对直营业务进行剥离。本次交易方案仅包括加盟业务和北京/沈阳 2 家直营中心。我们预计美杰姆教育 2018-2020 年总收入为 3.77、4.78 和 5.83 亿元; 承诺净利润分别不低于 1.80、2.38 和 2.90 亿元。

表 2: 幼教培训公司 2018 年中报总结

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	2017H1 收入 (百万元)	2018H1 收入 (百万元)	2018H1 收入增长率 (%)	2017H1 净利润 (百万元)	2018H1 净利润 (百万元)	2018H1 净利润增长率 (%)
威创股份	002308.SZ	64.7	7.11	188.29	241.52	28.27	103.76	96.07	-7.41
三垒股份	002621.SZ	60.0	17.78	13.00	15.89	22.26	8.74	7.59	-13.18
长方集团	300301.SZ	33.4	4.23	845.69	774.56	-8.41	12.32	8.59	-30.30
童学文化	870388.OC	1.1	7.00	14.84	17.79	19.87	2.90	2.29	-20.79
凯米教育	835085.OC	1.4	12.00	0.28	0.55	97.44	-2.97	-2.29	22.68
大千教育	870769.OC	1.8	48.64	15.32	19.63	28.16	-3.10	-1.78	42.53
昇迪科技	872255.OC	N/A	N/A	42.67	39.58	-7.26	1.90	2.11	10.83
乐源股份	872654.OC	8.6	15.98	49.50	173.05	249.56	3.90	13.65	249.84
艾莱森	872752.OC	N/A	N/A	35.27	37.41	6.08	1.56	3.41	118.76

资料来源: Wind、光大证券研究所 注: 股价为 2018 年 9 月 3 日收盘价

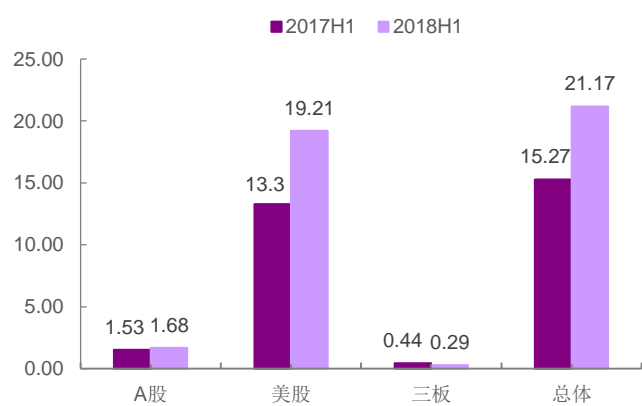
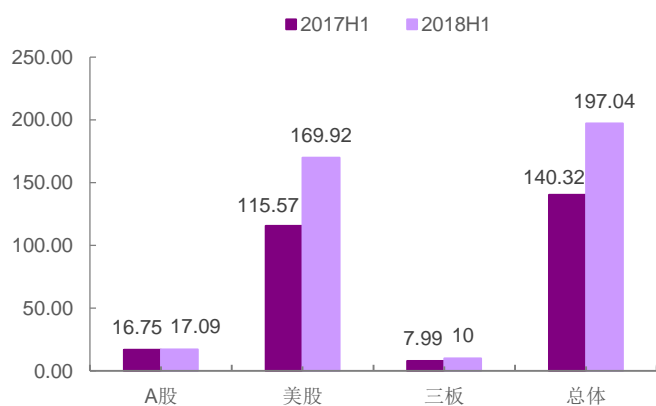
2.3、培训（6-18岁）：收入增长40%，利润增长39%

我们以信息披露完全的5家A股、4家美股、24家三板，总计33家K12培训机构为样本。5家A股（仅包含公司的教育分项业务）分别是新南洋（昂立教育）、勤上股份（龙文教育+英伦教育）、立思辰、科斯伍德（龙门教育）、盛通股份（乐博教育）；4家美股分别是新东方、好未来、瑞思学科英语和朴新教育；24家三板公司为大智教育、世纪明德、环球优学、学美教育等。

2018年上半年K12培训板块33家公司整体收入和利润实现快速增长。2018H1总体实现营业收入197.04亿元人民币，同比增长40.43%；盈利方面，2018H1总体净利润为21.17亿元人民币，同比增长38.64%。板块内公司盈利能力分化显著：（1）A股：实现营收17.09亿元，同比增长2.03%，净利润1.68亿元，同比增长9.98%；（2）美股：实现营收169.92亿元，同比增长47.03%，净利润19.21亿元，同比增长44.39%；（3）三板：收入10.03亿元，同比增长25.48%，净利润2,853.5万元，同比下降35.38%。

图 17：2017H1、2018H1 K12 培训公司营业收入（亿元人民币）

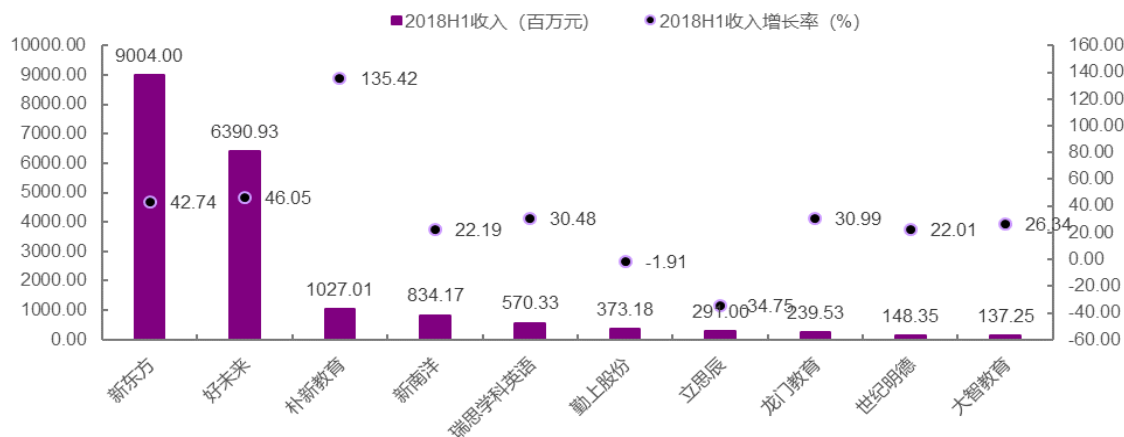
图 18：2017H1、2018H1 K12 培训公司净利润（亿元人民币）



资料来源：Wind、光大证券研究所

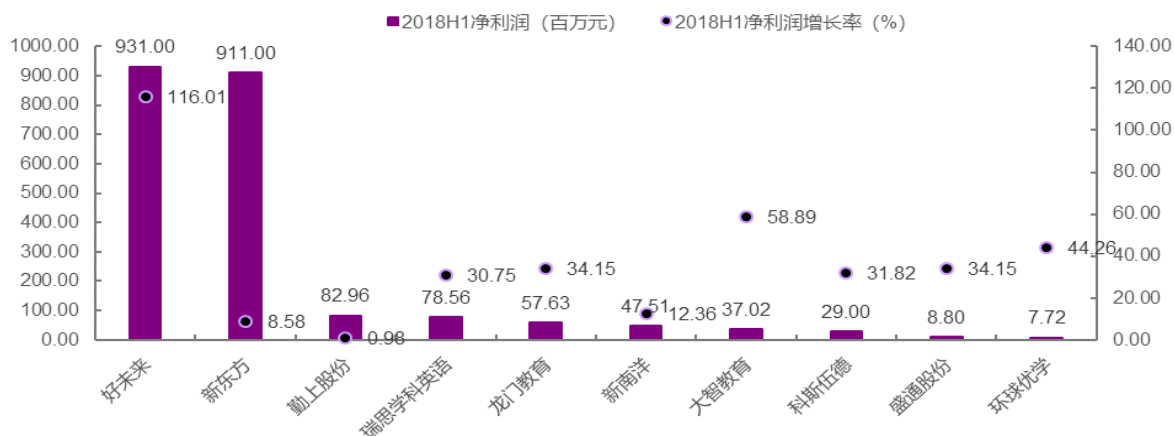
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 19：2018H1 K12 培训公司营业收入前 10 名及同比增长率（单位：百万元人民币）



资料来源：Wind、光大证券研究所 注：（1）新东方、好未来 2018H1 数据统计区间为 20171201-20180531

图 20: 2018H1 K12 培训公司净利润前 10 名及同比增长率 (单位: 百万元人民币)



资料来源: Wind、光大证券研究所 注: (1) 新东方、好未来 2018H1 数据统计区间为 20171201-20180531; (2) 朴新教育、立思辰净利润未纳入统计

科斯伍德: 业绩大幅增长, 增设素质教育。科斯伍德 2018H1 收入 4.72 亿元, 同比增长 113.89%; 归属于上市公司股东净利润 7,232 万元, 同比增长 657.33%; 扣非归母净利润 2,131 万元, 同比增长 205.13%, 基本每股收益 0.3 元。公司业绩大幅增长的主要原因有 (1) 龙门教育并表, 科斯伍德新增教育板块业务的营业收入和净利润均实现快速增长, 为科斯伍德贡献利润约为 2,804 万元; (2) 非经常性损益对净利润的影响金额约为 5,102 万元, 主要系科斯伍德收到龙门教育 2017 年度分红款 4,968 万元所致; (3) 科斯伍德胶印油墨业务板块经营稳健, 与 2017 年相比, 油墨产品综合毛利率有所提高。其中科斯伍德 2018H1 教育培训业务收入 2.39 亿元, 胶印油墨业务收入 2.17 亿元 (+6.63%), 非胶印油墨及其他业务收入 1,553 万元 (-6.26%)。

盛通股份: 业绩大幅提升, “出版+教育”同步发力。盛通股份 2018 年上半年实现营业总收入 8.51 亿元, 同比增长 62.15%; 归属于上市公司股东的净利润为 5,044 万元, 同比增长 67.03%; 基本每股收益 0.16 元, 同比增长 60.00%。收入和净利润大幅增长的主要原因有: (1) 出版业务: 公司在出版综合服务领域市场份额不断扩大, 品牌价值不断彰显, 盈利能力不断提升, 2018 年上半年 7.63 亿元 (YoY+68.43%), 净利润 4,153 万元 (YoY+75.64%); (2) 教育业务: 公司在教育培训业务产品体系、新业务拓展和营销模式等方面进行了深入挖潜, 学员人数、收入规模和盈利能力保持较快增长, 2018 年上半年实现收入 8,781 万元 (YoY+22.48%), 净利润 879 万元 (YoY+34.12%)。

表 3: K12 培训公司 2018 年中报总结

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	2017H1 收入 (百万元)	2018H1 收入 (百万元)	2018H1 收入增长率 (%)	2017H1 净利润 (百万元)	2018H1 净利润 (百万元)	2018H1 净利润增长率 (%)
好未来	TAL.N	55.9	29.60	4375.73	6390.93	46.05	431.00	931.00	116.01
新东方	EDU.N	123.9	78.60	6308.00	9004.00	42.74	839.00	911.00	8.58
勤上股份	002638.SZ	49.7	3.27	380.43	373.18	-1.91	82.16	82.96	0.98
瑞思学科英语	REDU.O	11.6	10.55	437.10	570.33	30.48	60.09	78.56	30.75
龙门教育	838830.OC	23.6	18.23	182.86	239.53	30.99	42.96	57.63	34.15

新南洋	600661.SH	68.7	23.99	682.66	834.17	22.19	42.29	47.51	12.36
大智教育	871938.OC	2.0	6.52	108.63	137.25	26.34	23.30	37.02	58.89
科斯伍德	300192.SZ	22.0	9.08	94.00	123.00	30.85	22.00	29.00	31.82
盛通股份	002599.SZ	32.0	9.86	71.98	87.81	21.99	6.56	8.80	34.15
环球优学	871337.OC	3.8	11.90	72.15	88.29	22.38	5.35	7.72	44.26
升学在线	871717.OC	1.0	10.00	10.74	24.09	124.32	-7.02	5.81	182.81
新课堂	871748.OC	N/A	N/A	54.50	67.93	24.64	2.75	4.91	78.21
旭德教育	872662.OC	N/A	N/A	9.88	15.18	53.66	2.10	4.09	94.37
学美教育	839268.OC	N/A	N/A	18.99	19.42	2.27	4.78	3.04	-36.34
百年育才	872082.OC	N/A	N/A	40.15	58.02	44.51	0.39	1.72	337.96
东方童	837776.OC	N/A	N/A	7.74	6.26	-19.12	0.56	0.66	18.61
乐创教育	836667.OC	1.8	25.00	2.31	5.19	125.05	2.59	-0.02	-100.90
海利华科	872503.OC	N/A	N/A	13.55	49.34	264.16	-5.85	-0.14	97.62
海伊教育	834782.OC	0.2	3.00	1.53	1.58	3.28	-0.39	-0.18	53.30
唐音股份	870691.OC	0.0	0.26	1.91	0.14	-92.70	-1.53	-0.28	81.74
鑫度武术	870431.OC	3.5	35.18	7.49	4.96	-33.71	1.98	-0.59	-130.08
画时代	872231.OC	N/A	N/A	7.01	5.29	-24.54	-0.73	-1.53	-107.81
明日教育	871859.OC	N/A	N/A	1.09	1.97	80.90	-3.63	-1.55	57.46
卓教国际	871255.OC	2.8	92.00	8.24	10.56	28.27	-5.05	-2.41	52.29
华樱出国	870937.OC	N/A	N/A	13.42	13.27	-1.11	-3.29	-2.96	10.00
快乐营	837368.OC	0.4	2.00	8.08	8.00	-0.98	0.29	-3.13	-1,164.04
聚智未来	834538.OC	10.0	10.00	14.96	14.44	-3.50	-4.12	-5.20	-26.16
培诺教育	834290.OC	10.1	45.00	15.63	18.18	16.32	-2.78	-9.66	-247.84
敦善文化	838726.OC	N/A	N/A	44.23	38.94	-11.98	0.58	-11.40	-2,063.52
东西方	837491.OC	N/A	N/A	32.66	26.80	-17.94	-20.18	-20.27	-0.45
世纪明德	839264.OC	12.9	20.72	121.59	148.35	22.01	11.10	-34.74	-413.10
朴新教育	NEW.N	20.3	13.05	436.25	1027.01	135.42	N/A	N/A	N/A
立思辰	300010.SZ	69.3	7.94	446.00	291.00	-34.75	N/A	N/A	N/A

资料来源：Wind、光大证券研究所整理 注：（1）股价为2018年9月3日收盘价；（2）新东方、好未来2018H1数据统计区间为20171201-20180531；（3）美股市值与收盘价已换算成以人民币为单位

2.4、培训（18岁+）：收入小幅上涨，关注A股重点公司

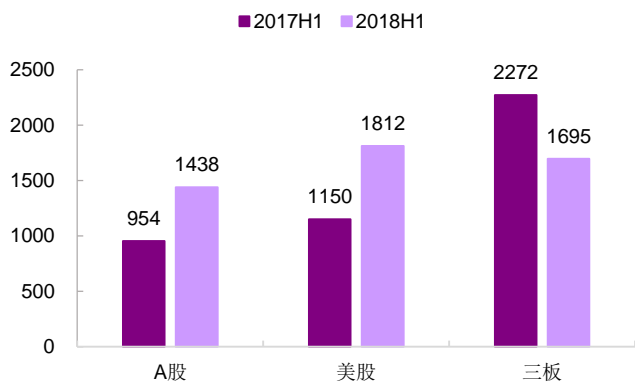
我们以信息披露完全的7家A股、2家美股、43家三板总计52家成人培训教育公司为样本。7家A股（仅包含公司的教育分项业务）为开元股份（恒企教育、多迪科技等）、百洋股份（火星时代）、文化长城（翡翠教育）等；2家美股为达内科技、尚德机构；43家三板公司为蔚蓝航空、清大教育、和君商学、行动教育等。

2018年上半年成人培训教育板块52家公司整体收入保持稳定增长，净利润小幅下滑。2018年上半年成人培训教育公司总体实现营业收入49.46亿元，同比增长13%。盈利方面，成人培训教育公司总体实现净利润4.63亿元，同比小幅下滑5%。

A股成人职业培训重点公司开元股份、百洋股份表现亮眼：百洋股份2018H1收入11.73亿元，同比增长34.14%；归属于上市公司股东净利润5,036万元，同比增长246.04%；扣非归母净利润4,497万元，同比增长386.28%。开元股份2018H1收入5.98亿元，同比增长91.12%；归属于上市公司

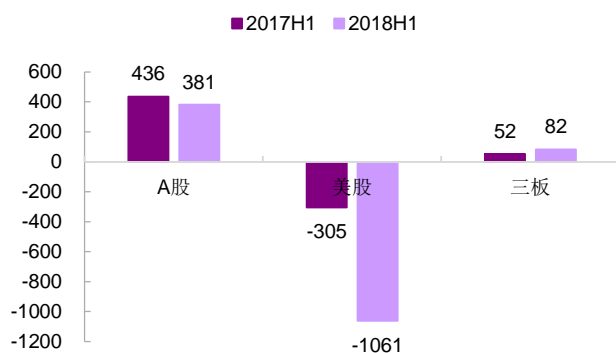
市公司股东净利润 6,536 万元，同比增长 18.60%；扣非归母净利润 6,255 万元，同比增长 16.53%。

图 21: 2017H1、2018H1 成人培训教育公司营业收入 (百万元人民币)



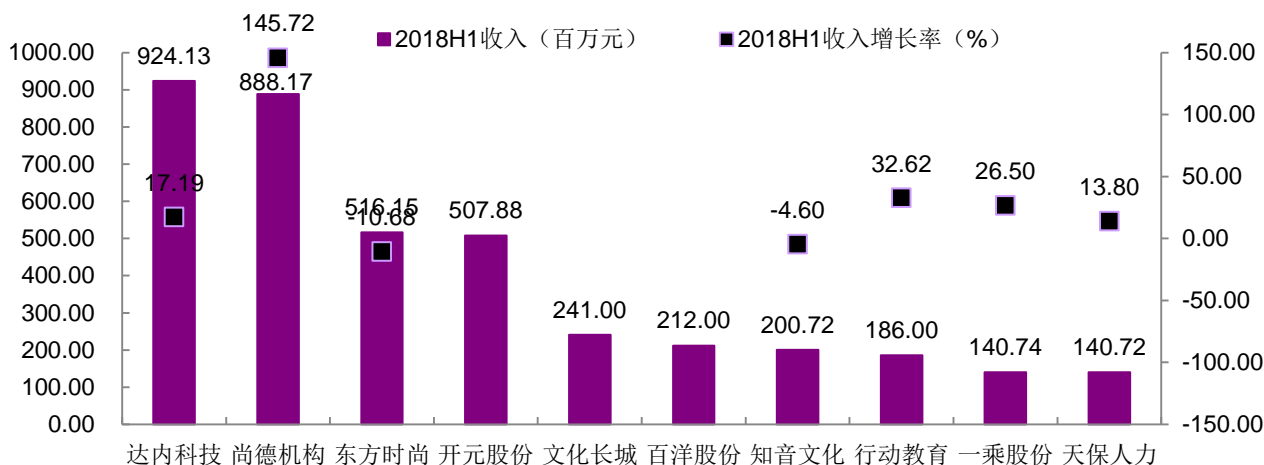
资料来源: Wind、光大证券研究所

图 22: 2017H1、2018H1 成人培训教育公司净利润(百万元人民币)



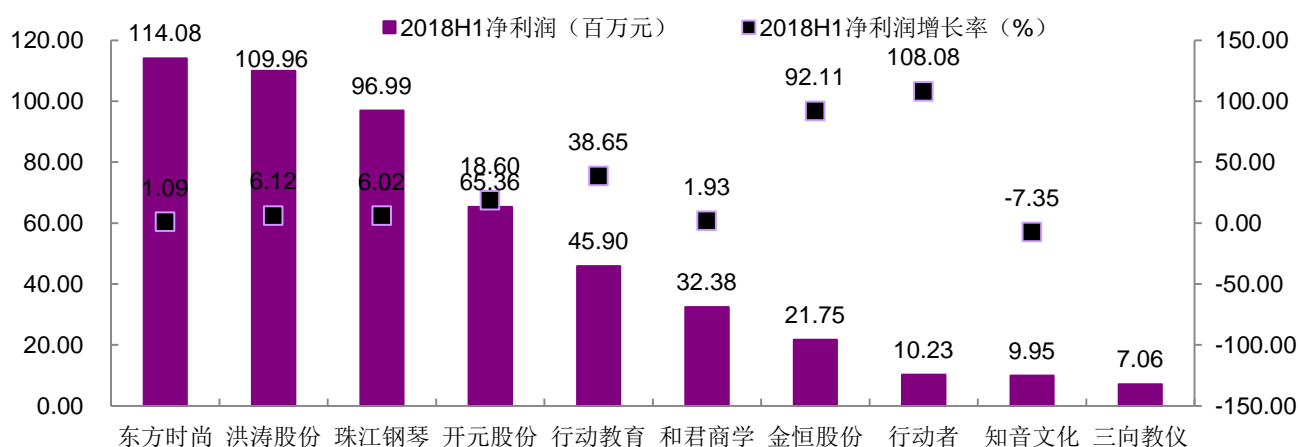
资料来源: Wind、光大证券研究所

图 23: 2018H1 成人培训教育公司营业收入前 10 名及同比增长率 (单位: 百万元人民币)



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 24: 2018H1 成人培训教育公司净利润前 10 名及同比增长率 (单位: 百万元人民币)



资料来源: Wind、光大证券研究所

表 4：成人培训教育公司 2018 年中报总结

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	2017H1 收入 (百万元)	2018H1 收入 (百万元)	2018H1 收入增长率 (%)	2017H1 净利润 (百万元)	2018H1 净利润 (百万元)	2018H1 净利润增长 率 (%)
达内科技	TEDU.O	4.7	8.50	788.58	924.13	17.19	-72.92	-543.43	N/A
尚德机构	STG.N	0.4	6.38	361.46	888.17	145.72	-231.73	-517.57	N/A
东方时尚	603377.SH	80.7	13.73	577.84	516.15	-10.68	112.85	114.08	1.09
开元股份	300338.SZ	31.6	9.15	202.57	507.88	150.72	55.11	65.36	18.60
文化长城	300089.SZ	26.8	5.57	50.00	241.00	382.00	N/A	N/A	N/A
百洋股份	002696.SZ	39.2	9.92	N/A	212.00	N/A	N/A	N/A	N/A
知音文化	831767.OC	1.4	1.69	210.40	200.72	-4.60	10.74	9.95	-7.35
行动教育	831891.OC	10.1	16.00	140.25	186.00	32.62	33.11	45.90	38.65
一乘股份	834592.OC	1.3	0.63	111.26	140.74	26.50	-25.21	-29.82	N/A
天保人力	872779.OC	N/A	N/A	123.65	140.72	13.80	-2.90	-2.51	N/A
斯福泰克	430052.OC	19.1	107.28	108.04	121.14	12.12	-16.88	4.42	126.19
洪涛股份	002325.SZ	42.9	3.43	119.03	110.64	-7.05	103.62	109.96	6.12
光环国际	838504.OC	1.9	9.50	40.47	64.18	58.59	6.61	3.97	-39.99
蔚蓝航空	834543.OC	2.0	3.30	47.98	62.48	30.21	3.00	3.14	4.56
和君商学	831930.OC	18.1	6.02	910.61	59.24	-93.49	31.77	32.38	1.93
三向教仪	872206.OC	N/A	N/A	20.02	55.84	178.96	-6.18	7.06	214.31
金恒股份	837533.OC	N/A	N/A	37.75	54.87	45.35	11.32	21.75	92.11
中德诺浩	839994.OC	5.1	17.86	43.35	46.88	8.15	-231.73	-517.57	N/A
厚大股份	837955.OC	1.2	3.00	52.73	42.48	-19.44	-9.24	-14.02	N/A
新励成	871624.OC	N/A	N/A	36.91	41.55	12.56	-0.27	-2.59	N/A
粤嵌科技	839909.OC	1.3	5.79	14.36	37.01	157.63	2.61	4.55	74.51
百锐基业	837352.OC	N/A	N/A	23.00	35.34	53.70	0.07	0.59	700.32
中国高科	600730.SH	27.0	4.60	0.55	32.93	5929.79	73.13	-5.65	-107.73
行动者	833312.OC	0.4	3.01	19.60	30.51	55.67	4.92	10.23	108.08
时代华商	838284.OC	N/A	N/A	25.43	29.93	17.71	4.20	4.77	13.65
珠江钢琴	002678.SZ	83.3	6.13	3.61	29.79	724.28	91.48	96.99	6.02
博志成	872526.OC	N/A	N/A	20.65	28.09	36.05	4.64	3.21	-30.85
泰祺教育	837549.OC	0.5	4.80	16.05	24.52	52.78	-3.28	-6.78	N/A
神州英才	833161.OC	1.0	13.60	15.90	23.78	49.55	-0.87	-2.10	N/A
爱尔信	871933.OC	0.5	2.27	11.93	20.64	72.96	-2.75	-1.22	N/A
中赫时尚	870377.OC	1.0	9.00	19.12	20.45	6.97	0.40	-3.23	-916.50
爱依养老	870925.OC	N/A	N/A	17.82	20.36	14.25	1.49	1.14	-23.68
基业长青	838597.OC	N/A	N/A	14.66	18.50	26.20	-2.11	-0.77	N/A
智慧源	837079.OC	1.1	4.00	6.99	17.10	144.59	0.58	2.91	399.03
银联信	838723.OC	0.1	1.00	22.94	16.39	-28.55	0.56	-2.66	-579.86
博智教育	836040.OC	0.6	5.00	14.60	14.88	1.91	3.74	4.08	9.10
清大教育	839818.OC	2.4	9.30	12.15	14.63	20.38	1.33	1.38	3.35
沃尔得	871387.OC	2.3	20.00	15.76	14.13	-10.32	0.72	0.61	-14.63
成功之道	870667.OC	2.0	125.83	14.37	12.73	-11.39	0.21	-4.37	-2,156.15
金智东博	838461.OC	N/A	N/A	9.25	12.22	32.04	-4.08	-3.94	N/A
中研瀚海	835798.OC	4.0	13.33	11.90	12.01	0.96	-2.50	-1.37	N/A
中安华邦	839163.OC	3.5	15.00	7.64	11.36	48.73	-3.68	-5.88	N/A
安行天下	839596.OC	N/A	N/A	6.93	10.81	56.00	1.33	1.76	32.01
十二年	835210.OC	5.0	7.15	14.12	9.73	-31.08	5.94	1.47	-75.35

玖零股份	870101.OC	N/A	N/A	14.80	8.54	-42.27	1.57	-0.29	-118.31
大业堂	872126.OC	N/A	N/A	9.50	8.14	-14.32	-0.97	0.60	161.90
西蔓色彩	837404.OC	N/A	N/A	9.80	7.95	-18.91	0.01	1.02	12,647.54
森纵教育	837906.OC	0.2	1.82	3.70	6.43	73.55	-3.22	0.04	101.26
启慧教育	872669.OC	2.5	9.88	5.75	5.98	3.93	-1.76	-4.54	N/A
正润创服	836537.OC	1.3	2.50	2.43	3.47	42.81	-1.33	-6.00	N/A
京融教育	837052.OC	1.2	7.87	1.78	1.70	-4.94	-2.84	-5.96	N/A
福财股份	871647.OC	N/A	N/A	5.32	0.76	-85.70	-1.83	-1.14	N/A

资料来源：Wind、光大证券研究所整理 注：（1）股价为2018年9月3日收盘价；（2）美股市值与收盘价已换算成以人民币为单位；（3）不具备统计价值的已经标为N/A。

百洋股份：净利润大幅增长，职教占比持续提升。百洋股份2018H1收入11.73亿元，同比增长34.14%；归属于上市公司股东净利润5,036万元，同比增长246.04%；扣非归母净利润4,497万元，同比增长386.28%，基本每股收益0.13元。收入和净利润增长的主要原因是：火星时代2017年8月并表，2017H1火星时代未贡献收入和利润。公司2018H1饲料及饲料原料业务收入5.30亿元（-6.01%）、水产食品业务收入3.32亿元（-11.15%）、水产畜牧养殖业务收入7,232万元（-1.54%）、教育文化业务收入2.12亿元、其他业务分别收入2,668万元（+0.58%）。

开元股份：18H1收入大幅增长，重组业务聚焦教育。开元股份2018H1收入5.98亿元，同比增长91.12%；归属于上市公司股东净利润6,536万元，同比增长18.60%；扣非归母净利润6,255万元，同比增长16.53%，基本每股收益0.19元。收入增长的主要原因是子公司恒企教育和中大英才的学员人数增加及客单价上调。公司2018H1职教业务收入为5.08亿元（+145.44%），占总营收比例84.96%，线下教育、学历中介业务、网络教育收入分别为3.50亿元（+124.99%）、1.27亿元（+302.68%）、3,083万元（+100.29%）。仪器仪表及其他业务收入8,994万元，同比下降15.05%，系火力发电等下游行业客户需求下降和部分燃料智能化管控系统完工验收速度放缓所致。2018年6月21日开元股份发布公告，计划整合制造业业务，进一步聚焦教育行业。

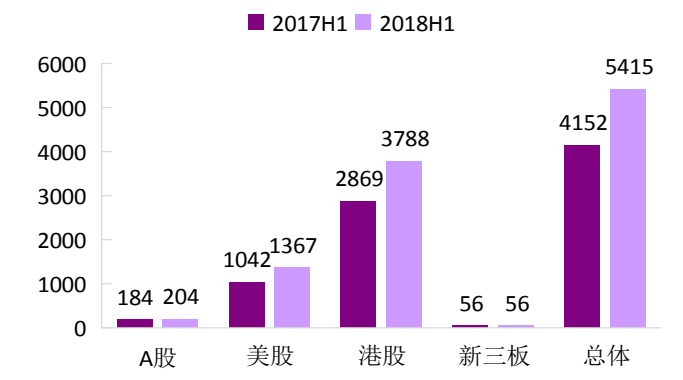
2.5、学校：业绩表现靓丽，利润增长超四成

我们以信息披露完全的3家A股、2家美股、7家港股、3家三板总计15家学校公司为样本。3家A股为陕西金叶、国脉科技、博通股份；2家美股为海亮教育、博实乐；7家港股枫叶教育、成实外教育、宇华教育、睿见教育、民生教育、中教控股、新高教集团；3家三板公司为青青藤、三一学院、民生教育。

2018H1学校板块15家公司整体收入保持稳定增长。2018H1学历教育（经营实体学校）公司总体实现营业收入54.15亿元，同比增长30.42%。盈利方面，学历教育（经营实体学校）公司总体实现净利润18.25亿元，同比增长43.13%。其中（1）A股：实现营收2.04亿元，同比增长10.93%，净利润1.27亿元，同比增长45.88%；（2）港股：实现营收37.88亿元，同比增长32.02%，净利润15.09亿元，同比增长42.63%；（3）美股：实现营收13.67亿元，同比增长31.12%，净利润1.82亿元，同比增长50.37%；

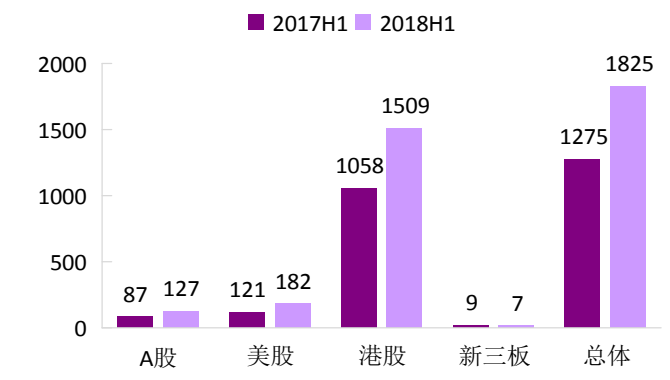
(4) 三板：实现营收 5,642.39 万元，同比下降 0.11%，净利润 747.65 万元，同比下降 19.60%。

图 25: 2017H1、2018H1 年学历教育公司营业收入 (百万元人民币)



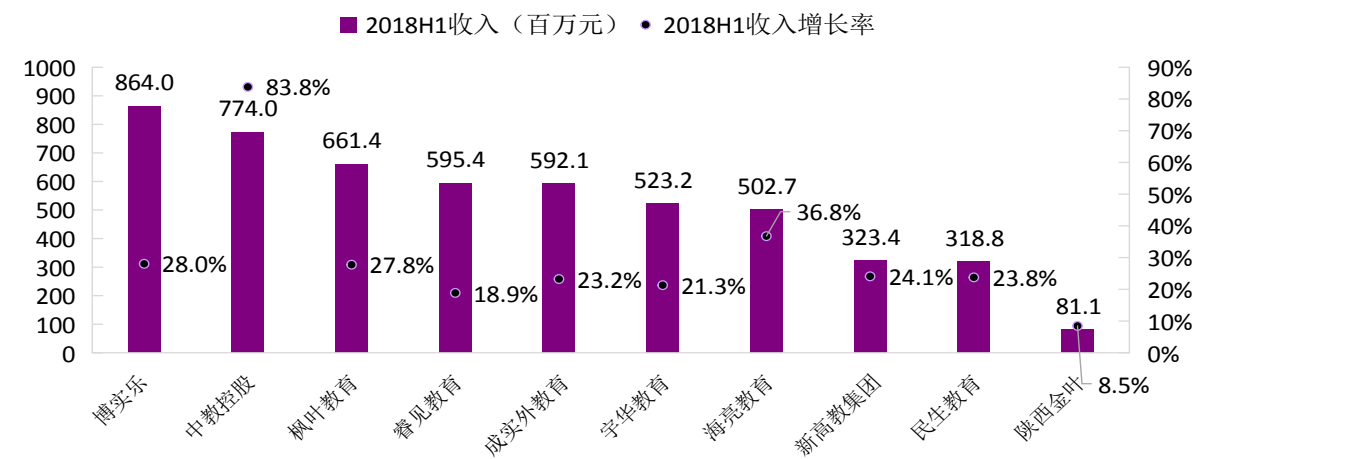
资料来源: Wind、光大证券研究所

图 26: 2017H1、2018H1 年学历教育公司净利润 (百万元人民币)



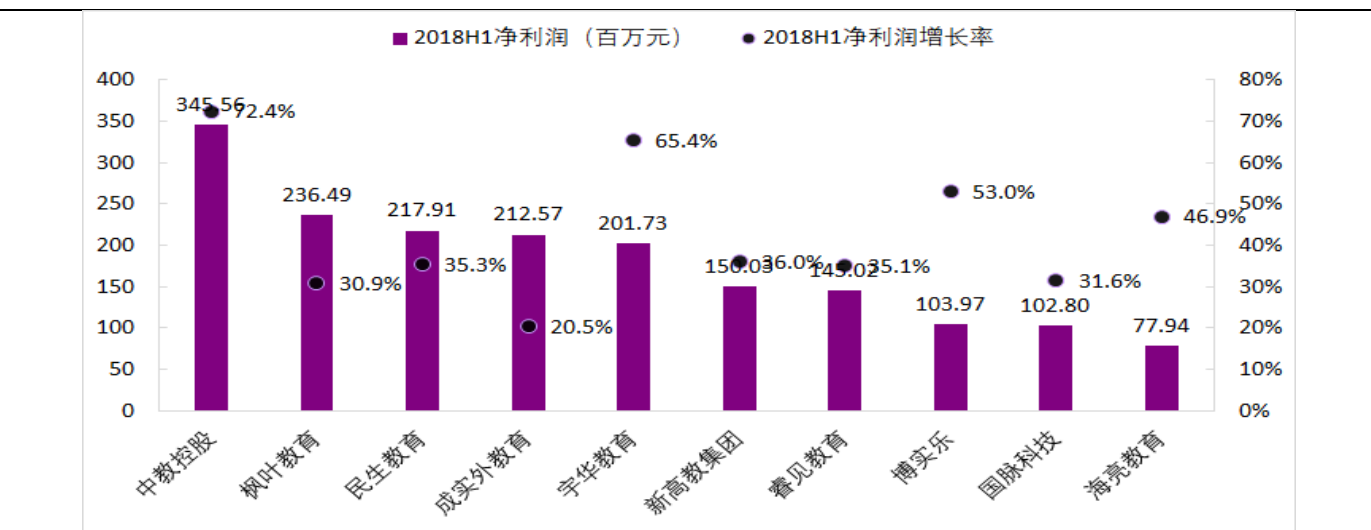
资料来源: Wind、光大证券研究所

图 27: 2018H1 学历教育公司营业收入前 10 名及同比增长率 (单位: 百万元人民币)



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 28: 2018H1 学历教育公司净利润前 10 名及同比增长率 (单位: 百万元人民币)



资料来源: Wind、光大证券研究所

表 5: 学历教育公司 2018 年中报总结

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	2017 PE	2017H1 收入 (百万元)	2018H1 收入 (百万元)	2018H1 收入增长率 (%)	2017H1 净利润 (百万元)	2018H1 净利润 (百万元)	2018H1 净利润增长率 (%)
陕西金叶	000812.SZ	24.8	3.23	91	74.81	81.14	8.47	10.12	24.61	143.19
国脉科技	002093.SZ	75.3	7.47	46	44.31	54.13	22.17	78.12	102.80	31.58
枫叶教育	1317.HK	122.1	4.10	30	517.61	661.37	27.77	180.66	236.49	30.91
成实外教育	1565.HK	144.6	4.68	47	480.40	592.07	23.24	176.47	212.57	20.46
宇华教育	6169.HK	129.6	3.97	41	431.24	523.17	21.32	121.99	201.73	65.37
睿见教育	6068.HK	90.3	4.42	45	500.87	595.41	18.87	107.30	145.02	35.15
海亮教育	HLG.O	311.3	75.71	186	367.56	502.67	36.76	53.04	77.94	46.94
博通股份	600455.SH	14.0	22.35	318	64.83	68.77	6.09	-1.47	-0.83	43.99
青青藤	837026.OC	0.5	3.35	33	21.93	17.02	-22.38	6.20	-1.94	-131.33
三一学院	870999.OC	N/A	N/A	N/A	28.18	33.10	17.44	2.14	9.08	324.63
中山教育	871662.OC	N/A	N/A	N/A	6.37	6.30	-1.04	0.97	0.34	-64.88
民生教育	1569.HK	69.9	1.74	27	257.57	318.79	23.77	161.06	217.91	35.30
中教控股	0839.HK	202.0	10.00	47	421.06	773.96	83.81	200.43	345.56	72.41
博实乐	BEDU.N	14.1	12.04	8	674.76	863.98	28.04	67.94	103.97	53.04
新高教集团	2001.HK	77.7	5.43	33	260.59	323.39	24.10	110.28	150.03	36.04

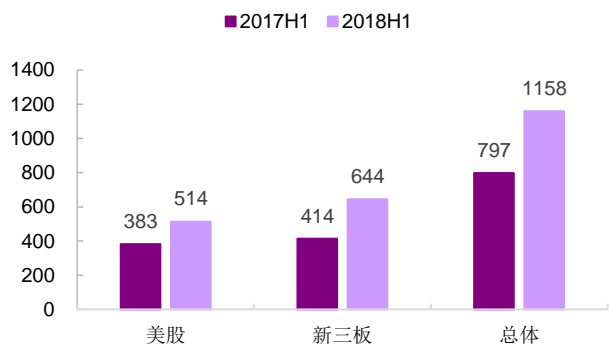
资料来源: Wind、光大证券研究所整理 注: (1) 枫叶教育、宇华教育、睿见教育 2018H1 数据统计区间为 20170901-20180228; (2) 海亮教育 2018H1 数据统计区间为 20170701-20171231; (3) 博实乐 2018H1 数据统计区间为 20171201-20180531。

2.6、在线教育: 18H1 营收大幅增长, 正保远程占据绝对龙头地位

我们以信息披露完全的 1 家美股、13 家三板总计 14 家在线教育公司为样本。1 家美股为正保远程教育; 13 家三板公司为 ST 太奇、教师网、众巢医学、圣才教育、智乐园、厚学网、孩教圈、清大紫育、芝兰玉树、决胜股份、绿网天下、考拉超课、赢鼎教育。

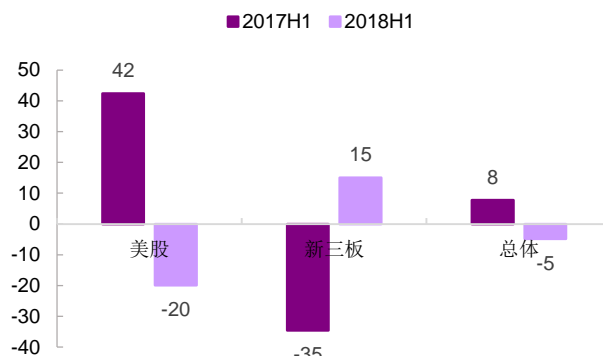
2018H1 在线教育板块整体收入快速增长, 净利润大幅下降。2018H1 在线教育板块实现营业收入 11.58 亿元, 同比增长 45.32%。盈利方面, 2018H1 总体净亏损 486 万元, 同比下降 162.45%。在线教育行业龙头公司正保远程教育 2018H1 收入 5.14 亿元 (+34.09%), 占在线教育总营收比重为 44.39%。

图 29: 2017H1、2018H1 在线教育公司营业收入 (百万元人民币)



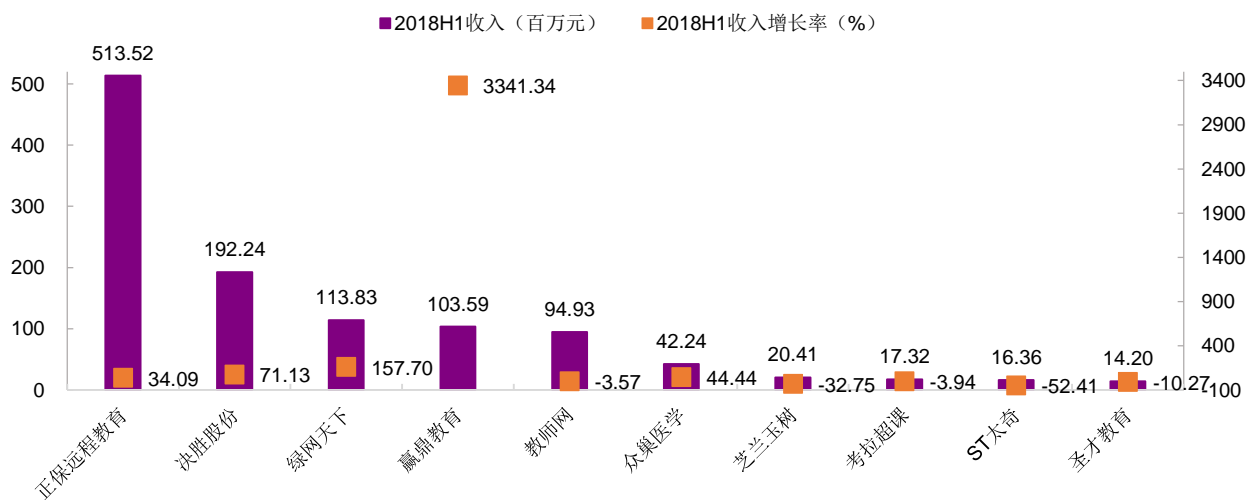
资料来源: Wind、光大证券研究所

图 30: 2017H1、2018H1 在线教育公司净利润 (百万元人民币)



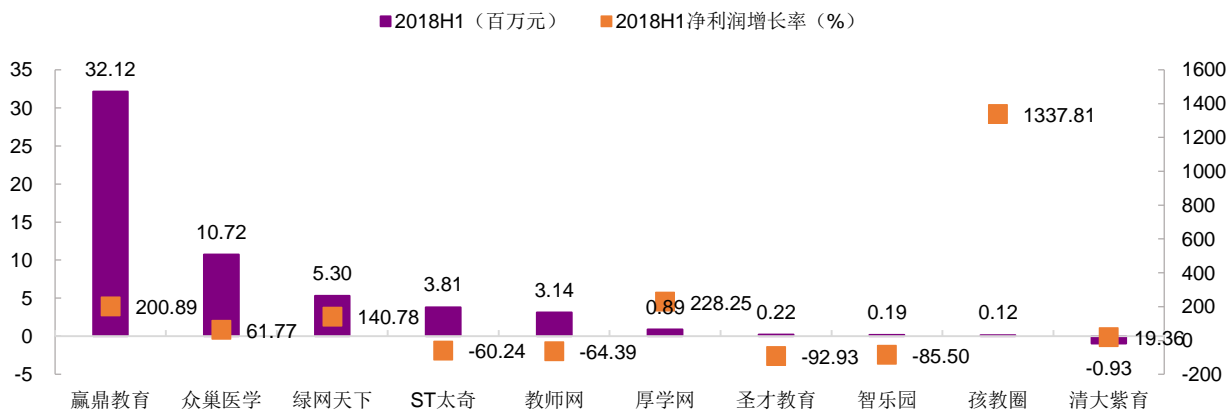
资料来源: Wind、光大证券研究所

图 31: 2018H1 在线教育公司营业收入前 10 名及同比增长率 (单位: 百万元人民币)



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 32: 2018H1 在线教育公司净利润前 10 名及同比增长率 (单位: 百万元人民币)



资料来源: Wind、光大证券研究所

表 6：在线教育公司 2018 年中报总结

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	2017 PE	2017H1 收入 (百万元)	2018H1 收入 (百万元)	2018H1 收入增长率 (%)	2017H1 净利润 (百万元)	2018H1 净利润 (百万元)	2018H1 净利润 增长率(%)
正保远程教育	DL.N	12.0	9.01	80	382.95	513.52	34.09	42.38	-19.94	-147.05
ST 太奇	870263.OC	0.2	1.13	N/A	34.38	16.36	-52.41	9.59	3.81	-60.24
教师网	871610.OC	5.5	13.75	15	98.44	94.93	-3.57	8.81	3.14	-64.39
众巢医学	837797.OC	4.3	21.00	24	29.24	42.24	44.44	6.62	10.72	61.77
圣才教育	831611.OC	28.8	57.50	622	15.83	14.20	-10.27	3.11	0.22	-92.93
智乐园	836632.OC	0.3	1.02	16	6.00	4.39	-26.87	1.28	0.19	-85.50
厚学网	836425.OC	N/A	N/A	N/A	6.03	6.25	3.66	0.27	0.89	228.25
孩教圈	872024.OC	N/A	N/A	N/A	6.18	10.01	62.04	0.01	0.12	1,337.81
清大紫育	839278.OC	0.4	3.80	42	9.85	8.62	-12.50	-1.16	-0.93	N/A
芝兰玉树	835785.OC	3.3	6.00	74	30.35	20.41	-32.75	-2.35	-12.43	N/A
决胜股份	836544.OC	0.6	1.00	N/A	112.34	192.24	71.13	-3.14	-25.40	N/A
绿网天下	831084.OC	1.9	2.77	69	44.17	113.83	157.70	-12.99	5.30	140.78
考拉超课	836601.OC	2.1	3.21	N/A	18.03	17.32	-3.94	-12.82	-2.66	N/A
赢鼎教育	833173.OC	5.4	5.23	N/A	3.01	103.59	3341.34	-31.83	32.12	N/A

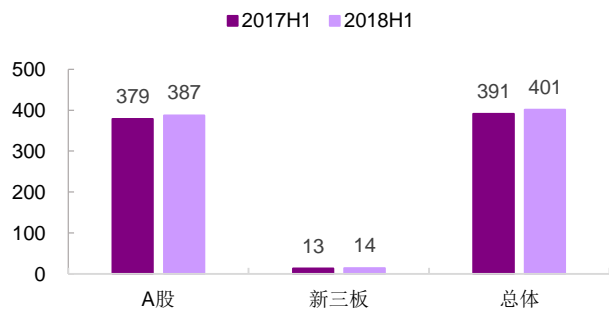
资料来源：Wind、光大证券研究所整理 注：（1）股价为 2018 年 9 月 3 日收盘价；（2）美股、港股的市值与收盘价已换算成以人民币为单位

2.7、教育出版：18H1 业绩小幅提升，行业竞争格局稳定

我们以信息披露完全的 14 家 A 股、15 家三板总计 29 家教育出版公司为样本。14 家 A 股分别是中文在线、中原传媒、皖新传媒、长江传媒、中国科传、出版传媒、天舟文化、凤凰传媒、中南传媒、中文传媒、南方传媒、时代出版、城市传媒、新华传媒；15 家三板公司为中信出版、学海文化、北教传媒、梓耕传媒、朝霞文化、志诚教育、中教产业、安之文化、逸臣文化、国学时代、中育传媒、书网教育、仙剑文化、开心教育、天一文化。

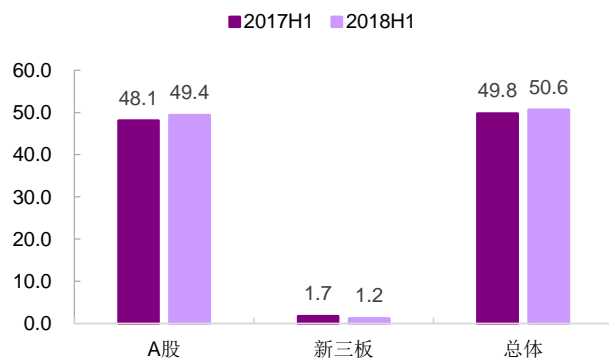
2018H1 教育出版板块整体业绩较 2017H1 小幅增长。2018H1 实现营业收入 401.25 亿元，同比增长 2.51%。盈利方面，2018H1 总体净利润 50.62 亿元，同比增长 1.72%。板块内公司盈利能力分化明显：（1）A 股：收入 387.48 亿元(+2.34%)，净利润 49.4 亿元(+2.81%)；（2）三板：收入 13.77 亿元(+7.43%)，净利润 1.22 亿元(-28.87%)。A 股教育出版重点公司盛通股份表现亮眼：盛通股份 2018H1 收入 8.51 亿元，同比增长 62.15%；归属于上市公司股东的净利润为 5,044 万元，同比增长 67.03%。扣非归母净利润 3,762 万元，同比增长 87.48%。

图 33: 2017H1、2018H1 教育出版公司营业收入 (亿元人民币)



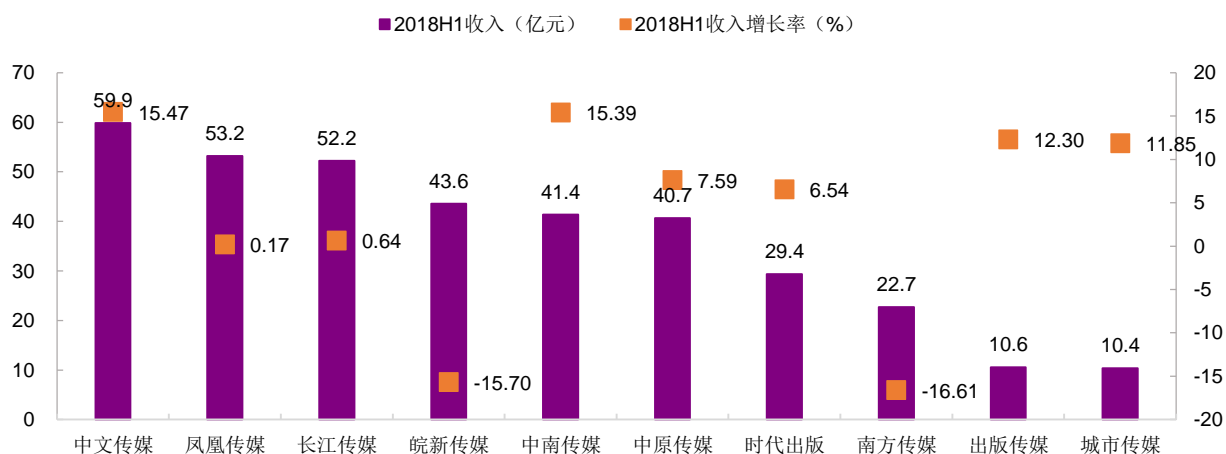
资料来源: Wind、光大证券研究所

图 34: 2017H1、2018H1 教育出版公司净利润 (亿元人民币)



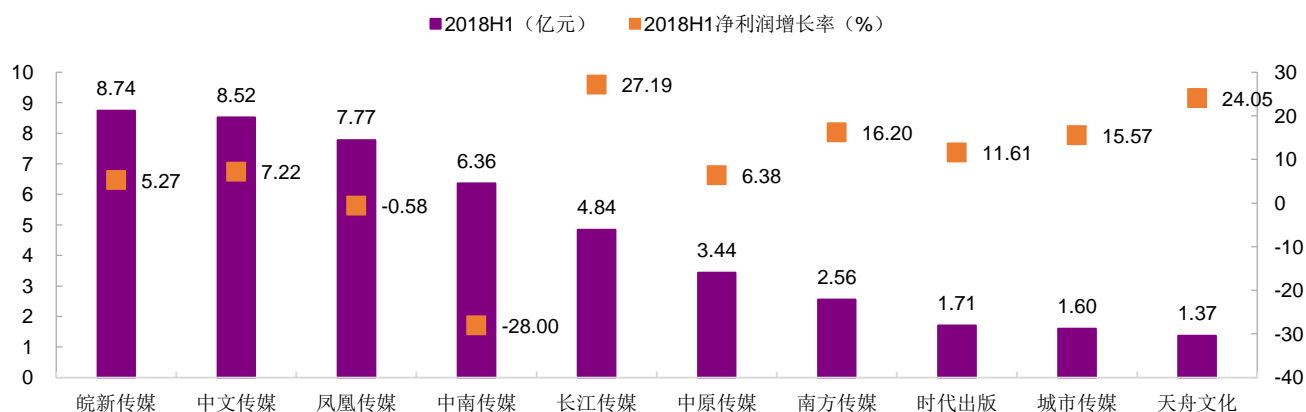
资料来源: Wind、光大证券研究所

图 35: 2018H1 教育出版公司营业收入前 10 名及同比增长率 (单位: 亿元人民币)



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 36: 2018H1 教育出版公司净利润前 10 名及同比增长率 (单位: 亿元人民币)



资料来源: Wind、光大证券研究所

表 7: 教育出版公司 2018 年中报总结

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	2017 PE	2017H1 收入	2018H1 收入	2018H1 收入	2017H1 净利润	2018H1 净利润	2018H1 净利润增长

					(百万元)	(百万元)	增长率 (%)	(百万元)	(百万元)	率 (%)
中文在线	300364.SZ	49.8	6.42	64	294.84	420.50	42.62	21.66	52.16	140.80
中原传媒	000719.SZ	71.1	6.95	10	3779.24	4066.11	7.59	323.33	343.95	6.38
皖新传媒	601801.SH	146.4	7.36	13	3775.18	4359.04	15.47	829.78	873.51	5.27
长江传媒	600757.SH	71.2	5.87	12	4527.40	5224.35	15.39	380.75	484.27	27.19
中国科传	601858.SH	69.6	8.80	19	801.22	916.19	14.35	89.32	112.56	26.02
出版传媒	601999.SH	28.6	5.19	18	905.52	1056.25	16.65	57.86	63.44	9.64
中信出版	834291.OC	14.6	10.26	7	625.46	754.65	20.65	113.82	115.40	1.39
学海文化	837108.OC	2.8	4.40	13	109.61	35.13	-67.95	15.02	-3.89	-125.91
北教传媒	831299.OC	5.8	8.10	24	140.89	110.70	-21.43	10.33	-15.30	-248.14
梓耕教育	871145.OC	N/A	N/A	N/A	81.18	54.05	-33.41	12.26	3.65	-70.27
朝霞文化	871954.OC	N/A	N/A	N/A	35.91	47.96	33.54	7.24	10.85	49.84
志诚教育	836711.OC	1.2	7.88	17	19.65	35.05	78.35	3.15	7.65	143.14
中教产业	833110.OC	0.5	2.49	13	24.16	25.47	5.44	0.72	0.91	25.50
安之文化	831632.OC	2.2	12.10	56	8.26	8.63	4.47	0.68	0.71	4.33
逸臣文化	839280.OC	N/A	N/A	N/A	20.06	19.88	-0.90	0.68	0.84	23.50
国学时代	430053.OC	0.8	4.07	154	5.51	8.01	45.35	0.26	0.26	-0.40
中育传媒	837484.OC	1.4	5.00	36	21.85	71.65	227.94	-1.17	2.93	350.26
书网教育	831217.OC	1.4	13.98	N/A	2.75	1.24	-54.75	-1.95	-0.64	N/A
仙剑文化	831643.OC	0.7	0.72	N/A	12.61	7.76	-38.44	-2.04	-4.75	N/A
开心教育	870968.OC	N/A	N/A	N/A	70.92	88.27	24.47	0.16	2.53	1,478.33
天一文化	872706.OC	N/A	N/A	N/A	102.72	108.33	5.46	11.71	0.41	-96.51
天舟文化	300148.SZ	38.0	4.50	28	360.44	403.17	11.85	110.14	136.62	24.05
凤凰传媒	601928.SH	153.5	6.03	13	5287.99	5321.84	0.64	781.74	777.23	-0.58
中南传媒	601098.SH	210.1	11.70	14	4910.17	4139.29	-15.70	883.10	635.86	-28.00
中文传媒	600373.SH	148.8	10.80	10	5976.88	5987.27	0.17	794.72	852.07	7.22
南方传媒	601900.SH	78.9	8.81	13	2131.97	2271.43	6.54	219.92	255.56	16.20
时代出版	600551.SH	41.3	8.17	14	3523.31	2938.00	-16.61	153.15	170.92	11.61
城市传媒	600229.SH	50.0	7.12	15	923.27	1036.83	12.30	138.54	160.11	15.57
新华传媒	600825.SH	42.5	4.07	94	663.92	607.82	-8.45	21.33	22.07	3.47

资料来源: Wind、光大证券研究所整理 注: 股价为 2018 年 9 月 3 日收盘价

3、教育行业评级分析和投资策略

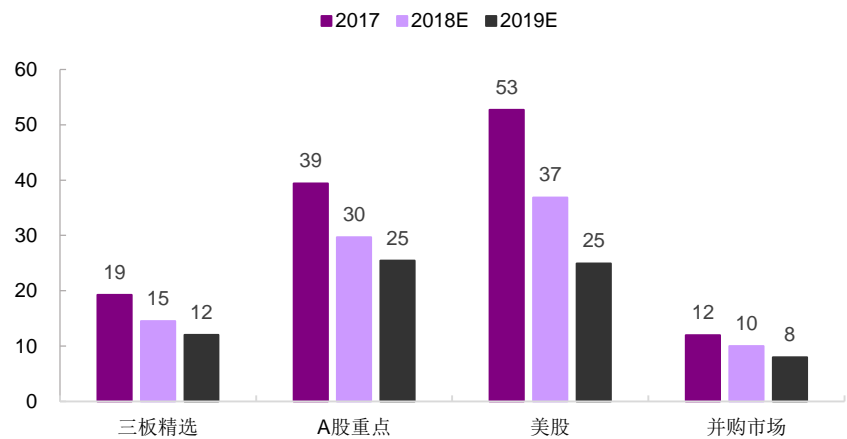
3.1、估值分析: A 股和三板教育行业部分公司已经接近底部且具备较高安全边际

估值梳理。截至 2018 年 9 月 3 日, 各个市场的估值情况如下:

- 1、A 股教育: 重点公司 2017/2018 年 PE 为 39X/30X;
- 2、新三板教育: 重点公司 2017/2018 年 PE 为 19X/15X;
- 3、美股教育: 重点公司 FY2017/FY2018 年 PE 为 53X/37X;

4、并购市场教育: 按照 2017 年 A 股教育并购案例, 标的资产对价对应 2017 年承诺业绩的平均 PE 约 12X。

图 37：三板精选、A 股重点、美股、一级市场估值比较



资料来源：Wind，光大证券研究所注：（1）股价为 2018 年 8 月 31 日收盘价；（2）采用 Wind 一致预期

3.2、投资建议：积极关注重点细分行业内优质公司

投资建议。我们维持我们年初至今对于 A 股教育行业的投资观点“聚焦龙头，兼顾成长”。（1）龙头主线推荐教育信息化龙头视源股份（002841），建议关注以下细分赛道龙头公司的并购进程：职业培训龙头中公教育借壳亚夏汽车（002607）、神州数码（000034）并购留学中介巨头公司启德教育、三垒股份（002621）并购早教龙头美吉姆教育。（2）成长主线建议关注百洋股份、盛通股份、开元股份、三盛教育、科斯伍德、立思辰等公司。

表 8：A 股教育行业重点公司列表

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (X)			
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
视源股份	002841.SZ	400	61.42	1.06	1.47	1.99	2.62	58	42	31	23
百洋股份	002696.SZ	38	9.60	0.29	0.54	0.67	0.82	33	18	14	12
文化长城	300089.SZ	27	5.55	0.13	0.46	0.55	0.63	43	12	10	9
开元股份	300338.SZ	31	9.00	0.47	0.53	0.71	0.88	19	17	13	10
盛通股份	002599.SZ	33	10.11	0.29	0.48	0.65	0.79	35	21	16	13
全通教育	300359.SZ	45	7.05	0.10	N/A	N/A	N/A	71	N/A	N/A	N/A
三盛教育	300282.SZ	30	12.10	0.09	0.58	0.60	0.64	N/A	21	20	19
三垒股份	002621.SZ	61	18.03	0.05	0.08	0.11	0.12	N/A	N/A	N/A	N/A
凯文教育	002659.SZ	50	10.10	0.05	0.06	0.29	0.55	N/A	N/A	35	18
拓维信息	002261.SZ	47	4.24	0.06	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
立思辰	300010.SZ	70	8.07	0.23	0.24	0.26	0.28	35	34	31	29
佳发安泰	300559.SZ	60	42.90	1.02	1.40	1.81	2.27	42	31	24	19
威创股份	002308.SZ	62	6.76	0.22	0.29	0.36	0.42	31	24	19	16
秀强股份	300160.SZ	28	4.66	0.19	N/A	N/A	N/A	25	N/A	N/A	N/A
创业黑马	300688.SZ	29	43.15	0.83	0.77	0.88	0.97	52	56	49	44
科锐国际	300662.SZ	46	25.75	0.47	0.59	0.78	0.98	55	43	33	26
新南洋	600661.SH	69	24.06	N/A	0.60	0.76	0.92	N/A	40	32	26
松发股份	603268.SH	19	15.16	0.52	N/A	N/A	N/A	29	N/A	N/A	N/A
科斯伍德	300192.SZ	22	8.87	0.02	0.52	0.44	0.54	N/A	17	20	16

东方时尚	603377.SH	79	13.47	0.56	0.52	0.65	0.75	24	26	21	18
世纪鼎利	300050.SZ	30	5.40	0.21	0.38	0.47	0.56	26	14	12	10
新开普	300248.SZ	26	5.42	0.37	0.51	0.69	0.93	15	11	8	6
亚夏汽车	002607.SZ	58	7.13	0.09	0.09	0.10	0.10	79	79	71	71
平均								39	30	25	21

资料来源: Wind, 光大证券研究所注: (1) 股价为 2018 年 9 月 3 日收盘价; (2) 视源股份、文化长城、百洋股份、盛通股份、开元股份、三盛教育、亚夏汽车、立思辰、佳发安泰、凯文教育、科斯伍德、三垒股份、新开普业绩预测采用光大证券研究所的预测数据, 其它公司业绩预测采用 Wind 一致预期, 剔除非正常 PE

表 9: 港股教育行业部分重点公司列表 (单位: 港元)

公司简称	股票代码	市值 (亿港元)	股价 (港元)	截止 月份	净利润 (百万港元)				PE (X)			
					2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
成实外教育	1565.HK	145	4.68	12	367	439	586	771	39	33	25	19
网龙	0777.HK	90	16.86	12	-25	159	344	440	N/A	56	26	20
枫叶教育	1317.HK	122	4.10	8	487	607	787	991	25	20	16	12
宇华教育	6169.HK	130	3.97	8	372	526	696	843	35	25	19	15
民生教育	1569.HK	70	1.74	12	311	397	480	504	22	18	15	14
睿见教育	6068.HK	90	4.42	8	237	360	474	609	38	25	19	15
中教控股	0839.HK	202	10.00	12	513	757	968	1145	39	27	21	18
中国新华教育	2779.HK	42	2.60	12	212	257	305	378	20	16	14	11
新高教集团	2001.HK	78	5.43	12	279	351	453	566	28	22	17	14
天立教育	1773.HK	41	1.97	12	157	223	315	429	26	18	13	10
21 世纪教育	1598.HK	12	1.01	12	54	0	0	N/A	23	N/A	N/A	N/A
希望教育	1765.HK	110	1.65	12	253	335	604	749	43	33	18	15
博骏教育	1758.HK	19	2.28	8	42	0	0	N/A	45	N/A	N/A	N/A
平均									31	27	19	15

资料来源: Wind, 光大证券研究所注: (1) 股价为 2018 年 9 月 3 日收盘价; (2) 公司盈利预测来自 Wind 一致预期; (3) 月份指财年的截止月份, 以宇华教育为例, 2017 财年指 2016 年 9 月 1 日至 2017 年 8 月 31 日

表 10: 港股教育行业部分重点公司 EV/EBITDA 估值列表 (单位: 港元)

公司简称	股票代码	市值 (亿港元)	市值 (亿 RMB)	PE			EV (亿元)	EV/EBITDA		
				FY2017	FY2018E	FY2019E		FY2017	FY2018E	FY2019E
中教控股	0839.HK	239	208	49	34	26	186	31	23	18
枫叶教育	1317.HK	186	162	39	31	23	165	38	27	21
宇华教育	6169.HK	167	145	46	32	24	147	41	25	19
成实外教育	1565.HK	140	122	40	31	23	136	32	24	19
希望教育	1765.HK	125	109	51	32	21	156	39	27	20
民生教育	1569.HK	66	58	22	17	15	50	28	13	11
睿见教育	6068.HK	137	120	60	38	29	132	35	28	22
新高教集团	2001.HK	97	85	36	28	22	92	32	23	19
中国新华教育	2779.HK	57	50	29	22	19	50	24	19	14
平均				41	29	23		33	23	18

资料来源: Wind, 光大证券研究所注: (1) 股价为 2018 年 9 月 3 日收盘价; (2) 公司盈利预测来自 Wind 一致预期

表 11: 港股教育行业部分重点公司 PE 估值列表 (单位: 港元)

公司简称	股票代码	市值		PE			EV (亿元)	EV/EBITDA		
		(亿港元)	(亿 RMB)	FY2017	FY2018E	FY2019E		FY2017	FY2018E	FY2019E
中教控股	0839.HK	239	208	45	33	25	186	31	23	18
枫叶教育	1317.HK	186	162	45	34	26	165	38	27	21
宇华教育	6169.HK	167	145	50	33	25	147	41	25	19
成实外教育	1565.HK	140	122	41	32	24	136	32	24	19
希望教育	1765.HK	125	109	74	33	22	156	39	27	20
民生教育	1569.HK	66	58	37	20	18	50	28	13	11
睿见教育	6068.HK	137	120	57	36	28	132	35	28	22
新高教集团	2001.HK	97	85	37	29	22	92	32	23	19
中国新华教育	2779.HK	57	50	32	24	20	50	24	19	14
平均				46	30	23		33	23	18

资料来源: Wind, 光大证券研究所注: (1) 股价为 2018 年 9 月 3 日收盘价; (2) 公司盈利预测来自 Wind 一致预期

表 12: 美股教育行业重点公司列表 (单位: 美元)

公司简称	股票代码	市值 (亿美元)	股价 (美元)	截止 月份	净利润 (百万美元)			PE (X)		
					FY17	FY18E	FY19E	FY17E	FY18E	FY19E
新东方	EDU.N	124	78.60	5	296	387	528	42	32	23
好未来	TAL.N	168	29.60	2	151	225	349	111	75	48
达内科技	TEDU.O	5	8.50	12	42	54	70	11	9	7
博实乐	BEDU.N	14	12.04	8	26	44	66	54	32	21
海亮教育	HLG.O	19	75.71	6	25	N/A	N/A	78	N/A	N/A
正保远程教育	DL.N	3	9.01	9	15	N/A	N/A	20	N/A	N/A
瑞思学科英语	REDU.O	6	10.55	12	-7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
平均								53	37	25

资料来源: Wind, 光大证券研究所注: (1) 股价为 2018 年 9 月 3 日收盘价; (2) 公司业绩预测采用 Bloomberg 一致预期, 新东方、好未来、正保远程教育、博实乐、海亮教育 FY2017 是 2017 财年实际净利润、其余公司 FY2017 为 Bloomberg 一致预期; (3) 月份指财年的截止月份, 以好未来为例, 2017 财年指 2016 年 3 月 1 日至 2017 年 2 月 28 日, 净利润数据为 non-gaap 数据, 美股公司为相应的财年数据。

表 13: 三板教育行业部分公司列表

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	净利润 (百万元)				PE (X)			
				17	18E	19E	20E	17	18E	19E	20E
亿童文教	430223.OC	23	15.01	129	136	155	180	18	17	15	13
颂大教育	430244.OC	7	2.76	44	N/A	N/A	N/A	16	N/A	N/A	N/A
威科姆	831601.OC	4	1.13	10	N/A	N/A	N/A	41	N/A	N/A	N/A
北教传媒	831299.OC	6	8.10	34	N/A	N/A	N/A	17	N/A	N/A	N/A
华腾教育	834845.OC	9	10.99	40	N/A	N/A	N/A	24	N/A	N/A	N/A
星立方	430375.OC	3	4.22	13	N/A	N/A	N/A	21	N/A	N/A	N/A
世纪明德	839264.OC	13	20.72	61	71	86	106	21	18	15	12
龙门教育	838830.OC	24	18.23	99	N/A	N/A	N/A	24	N/A	N/A	N/A
新道科技	833694.OC	9	3.90	83	88	99	92	10	10	9	9
金智教育	832624.OC	7	11.25	34	N/A	N/A	N/A	20	N/A	N/A	N/A
知音文化	831767.OC	1	1.69	21	N/A	N/A	N/A	7	N/A	N/A	N/A
星科智能	430545.OC	3	7.07	2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
爱立方	836859.OC	2	3.98	12	15	19	23	17	14	11	9

联合永道	430664.OC	1	1.95	5	N/A	N/A	N/A	17	N/A	N/A	N/A
朗朗教育	834729.OC	4	8.45	24	30	40	52	18	14	11	8
平均								19	15	12	10

资料来源：Wind，光大证券研究所注：（1）股价为2018年9月3日收盘价；（2）公司盈利预测来自Wind一致预期。

4、风险因素

行业风险：（1）政府教育政策的变化带来负面影响。（2）极端事件风险。（3）市场竞争加剧的风险。（4）宏观经济波动风险。

公司风险：（1）知识产权受到侵害的风险。（2）核心技术及人员流失的风险。（3）新产品研发和推广风险。（4）收入季节性波动风险。（5）盈利能力无法持续增长风险。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。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、竞争性因素以及光大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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com	
	余鹏	021-22167110	17702167366	yupeng88@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lixiaoyu@ebscn.com	
李潇		0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
深圳	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	苏一耘		13828709460	su1y@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超	021-22167068	15158266108	liangc@ebscn.com
		金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
王佳		021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
郑锐		021-22169080	18616663030	zhrei@ebscn.com	
凌贺鹏		021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
周梦颖		021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebscn.com	
金融同业与战略客户		黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com	
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	马明周	021-22167343	18516159056	mamingzhou@ebscn.com	
	私募业务部	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com
		曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com
		王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com
安玲娟		021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
戚德文		021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
吴冕			18682306302	wumian@ebscn.com	
吕程		021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
李经夏		021-22167371	15221010698	lijiaxia@ebscn.com	
高霆		021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
左贺元		021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com	
任真		021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com	
俞灵杰		021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com	