

在线教育开启上市热潮，新东方在线通过港交所聆讯

——教育行业跨市场周报（第52期）

行业周报

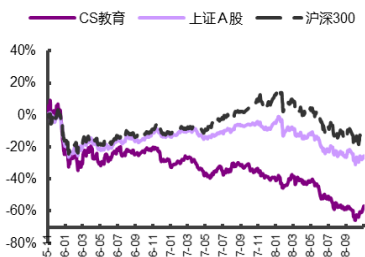
分析师

刘凯（执业证书编号：
S0930517100002）
021-52523849
kaiiu@ebcn.com

联系人

冷玥
lengyue@ebcn.com

教育指数走势图



资料来源：Wind

相关研报

- 1.教育行业跨市场周报（第51期）——学前意见限制幼儿园资产证券化，建议关注三垒股份错杀机会 2018-11-18
- 2.教育行业跨市场周报（第50期）：积极配置A股教育行业，建议关注低估值百洋股份…… 2018-11-11
- 3.教育行业跨市场周报（第49期）：中公教育有条件过会，职教龙头登陆A股…… 2018-11-05
- 4.教育行业跨市场周报（第48期）：新东方好未来财报披露，精锐教育收购启迪巨人…… 2018-10-29
- 5.教育行业跨市场研究报告之八：在线教育，教育+互联网，直播+AI…… 2018-09-17
- 6.教育行业跨市场研究报告之七：2018年半年报总结，在线教育增长迅速，成人培训空间广阔…… 2018-09-05

◆教育行业市场回顾和估值情况。A股教育指数(930717)本周下跌5.17%，跑赢创业板指(vs 1.57%)、跑输沪深300(vs -1.66%)。截至2018年11月23日,A股重点公司18/19年PE为27x/23x;港股重点公司FY18/FY19年PE为21X/15X;美股重点公司FY18/FY19年PE为35X/27X。A股周涨幅前三名的公司是:三垒股份(+11.82%)、东方时尚(+3.43%)、新南洋(+1.03%)。我们于《49期周报:中公教育有条件过会,职教龙头登陆A股》、《50期周报:积极配置A股教育行业,建议关注低估值百洋股份》和《51期周报:学前意见限制幼儿园资产证券化,建议关注三垒股份错杀机会》分别重点提示百洋股份和三垒股份的投资机会,近期均跑赢市场和行业指数。

◆核心观点:在线教育开启上市热潮,新东方在线和沪江网校通过港交所聆讯。强烈看好K12在线直播赛道,建议关注新东方在线的投资机会

toC在线教育企业在2018年开启上市热潮。2008年正保远程教育(DL.N)登陆美股之后,长达10年时间(2008-2017年)内,仅有51talk(COE.N)一家toC的在线教育企业于2016年在美股上市。但是在2018年,继尚德机构(STG.N)和流利说(LAIX.N)在美股IPO之后,本周新东方在线(H00947.HK)和沪江教育科技(H00932.HK)相继通过港交所聆讯,toC在线教育企业上市热潮已然开启。

在线教育行业具体观点请见我们于2018年9月外发60页深度报告《教育行业跨市场研究报告之八——在线教育:教育+互联网,直播+AI》。在线教育细分领域中,我们强烈看好K12在线直播赛道,建议积极把握新东方在线(H00947.HK)港股上市之后的投资机会。

在线教育行业:线下培训龙头互联网平台有望成为在线教育巨头企业,K12在线直播是王者赛道。2017年在线教育市场规模近2000亿元,预计2020年将超过3000亿元。我们认为在线教育与线下培训互补而不是互斥,融合而不是颠覆,服务能力和教研水平是在线教育企业扩张的关键。线下培训龙头的在线平台由于品牌认可度高、教学质量好、师资培训体系强,最有可能成为在线教育王者。直播较为真实还原“老师教-学生学”互动场景,是在线教育的另一必然趋势。高度分散的K12线下培训诞生两家千亿市值上市公司新东方和好未来,我们认为未来K12在线直播是最有潜力的教育赛道之一,市场份额高度集中、三四线城市海量空间、优质教学资源供给缺失有可能铸就数个巨头公司。

新东方在线(H00947.HK):新东方旗下在线教育平台,多领域综合在线教育服务供应商。新东方在线依托于新东方集团,在大学、K12、学前、机构四个领域提供在线教育服务。目前公司核心业务东方优播,现金牛业务新东方在线网站及机构业务,衍生业务酷学多纳及酷学英语。目前新东方集团持有新东方在线股份66.72%,为控股股东。FY2017,公司实现营收4.47亿元(YoY+33.5%),净利润0.94亿元(YoY+57.78%)。

背靠中国教育第一龙头新东方，新东方在线拥有品牌、渠道、资本、教研优势。作为国内最大的综合性教育集团，新东方的品牌、教研、服务领先市场。新东方在线依托于新东方，核心优势凸显：(1) 品牌：借力新东方，FY2017 销售费用率仅约 30%；(2) 渠道：新东方线下学员基数导流线上课程，股东腾讯带来线上流量；(3) 教研：共享新东方优质师资力量，并通过引入优质股东提升教研实力。

新东方在线核心业务：K12 在线直播平台东方优播拥有宏大成长空间。K12 在线直播是教育行业的金牌赛道和重要趋势，东方优播同时布局大班直播和班课直播业务，是新东方在线 K12 业务的核心部分，其中班课模式“乐播课”采用 25-30 人小班教学，课程单价在 60 元/小时，课程内容结合三四线城市的教材及学生的实际学习情况，并设置当地体验店降低营销成本。我们预计新东方在线 K12 业务 2018 年收入约 1.2 亿元，预计未来有望保持超过 200% 的收入复合增速。

新东方在线成长路径：围绕 K12 在线直播领域，以下沉三四线为战略，以加速城市覆盖为战术。在战略制定上，公司将东方优播平台作为核心业务，面向稀缺优质教育资源的三四线城市提供差异化服务，对三四线城市进行教育消费升级。在扩张战术上，东方优播计划在 5-6 年的时间进入 200 个城市，沿用乐播课加线下体验中心的模式，快速提升城市及用户覆盖，预计 5 年后覆盖潜在客户群体将超过 2000 万。

◆一、教育细分行业核心观点之《培训行业》：需求强烈，供给缩减；监管趋严驱动行业规范发展，龙头公司有望受益于集中度的提升。

《通知》、《送审稿》和《意见》对于培训领域规范力度趋于加强，大部分培训机构短期均受影响，中小机构受冲击较大。由于国内升学和就业的压力，目前中国培训需求强烈，随着供给侧小微机构逐步出清，全国龙头和区域巨头培训机构长期仍有望受益于集中度的提升。培训行业投资建议：中小学领域建议关注两大龙头（新东方和好未来）、区域和学科巨头公司（科斯伍德 300192）；早教领域推荐三垒股份（002621 美杰姆教育）；成人领域建议关注中公教育 002607、华图教育、百洋股份 002696。

成人职业培训行业和公司观点：核心推荐行业龙头中公教育（亚夏汽车 002607）。中公教育主要领域包括公务员、事业单位、教师等。目前中公教育拥有覆盖 31 个省市自治区 319 个地级市的 619 个直营分支机构，并拥有 7,264 名全职授课教师。中公教育 2015-2017 年收入分别为 20.7、25.8 和 40.3 亿元；2015-2017 年参培学员累计 288.46 万人次（含面授和线上培训），3 年 CAGR 约 62.1%。考虑中公教育并表和亚夏汽车资产置换，我们预计上市公司亚夏汽车（中公教育）2018-2020 年收入分别为 64.81、90.70、115.14 亿元，净利润分别为 9.50、13.30、16.80 亿元，EPS 分别为 0.17、0.24、0.30 元。考虑股本增厚后约 500 亿元市值对应 2018-2020 年 P/E 约 53x、37x 和 30x。

三垒股份（002621 美杰姆教育）股价错杀，维持核心推荐。中小学培训领域诞生千亿市值新东方和好未来、成人职业培训领域诞生 500 亿市值中公教育，早幼教领域仍然龙头缺位。三垒股份拟通过控股子公司启星未来以 33 亿元现金购买美杰姆 100% 股权，上市公司权益占比约 70%。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）。我们维

持三垒股份 2019~2020 年净利润预测为 1.93 和 2.21 亿元。本次《学前教育意见》主要针对幼儿园领域，对于早教领域和三垒股份并无影响，三垒股份目前股价对应 2019-2020 年 P/E 为 27x 和 23x，维持“买入”评级。

◆二、教育细分行业核心观点之《学校行业》：民办学校资产证券化的资本市场预期或将持续承压。

在学校类资产方面，我们认为学校类资产的政策导向未来将会是规范和发展、公益和逐利之间的再平衡。2018 年 4 月《民促法（修订草案）》新增“公益性”细则、2018 年《民促法（修订草案）（送审稿）》新增“集团化办学/非营利性”、“关联交易”细则，目前业界均在关注未来民办学校政策在集团化办学、协议控制、关联交易、非营利性学校等法规的演进趋势，未来我们也将对“民办学校资产证券化”相关政策保持持续跟踪。

《民促法》公益性细则、《学前教育意见》公益性和遏制过度逐利的相关细则的颁布，或使民办学校部分领域资产证券化和盈利能力的资本市场预期持续承压。

◆三、教育细分行业核心观点之《信息化行业》：信息化财政经费投入持续提升，核心推荐视源股份（002841.SZ）。视源股份教育业务观点更新：

（1）我们认为希沃交互平板全行业渗透率远未至天花板，学校场景的应用从政府招投标体系延伸至幼教/大学/实验室等非招投标体系，培训场景的需求也逐步打开，我们测算全行业需求量至少在 2000 万台以上，截止 2018 年年底的全行业存量交互智能平板渗透率仅约 15-20%，未来空间巨大且有望加速渗透。（2）教育信息化业务通过希沃交互平板打开全国市场，未来录播平板、电子班牌、电子书包、信息管理系统、“希沃信鸽”、“班级优化大师”等产品有望形成完整的教育生态体系，继续巩固和夯实中国教育信息化行业的龙头地位。我们维持视源股份 2018~2020 年归母净利润预测为 9.60、12.95 和 17.03 亿元，目前约 400 亿元市值对应 2018-2020 年 PE 约 42x、31x 和 24x，维持买入评级。

◆四、教育细分行业核心观点之《出版行业》。A 股上市公司三季报均披露完毕，出版行业 25 家上市公司 2018 年前三季度合计实现收入 823.27 亿元（+5.4%）、归母净利润 96.15 亿元（-8.3%）、扣非净利润 76.40 亿元（+1.8%）。前五大市值公司的市值和 PE（TTM）如下：中南传媒（211 亿元/18x）、凤凰传媒（181 亿元/12x）、山东出版（154 亿元/10x）、中文传媒（156 亿元/10x）、皖新传媒（132 亿元/11x），估值均处于历史较低水平。

◆教育行业投资建议。我们维持年初至今对于 A 股教育行业的投资观点“聚焦龙头，兼顾成长”。（1）龙头主线推荐职业培训龙头中公教育/亚夏汽车（002607）、教育信息化龙头视源股份（002841）、三垒股份/美吉姆教育（002621），建议关注在线教育龙头新东方在线（H00947.HK）上市后的投资机会；（2）成长主线建议关注百洋股份、三盛教育、科斯伍德、开元股份、盛通股份、立思辰等公司。

◆风险因素：政策风险、市场竞争加剧风险。

目 录

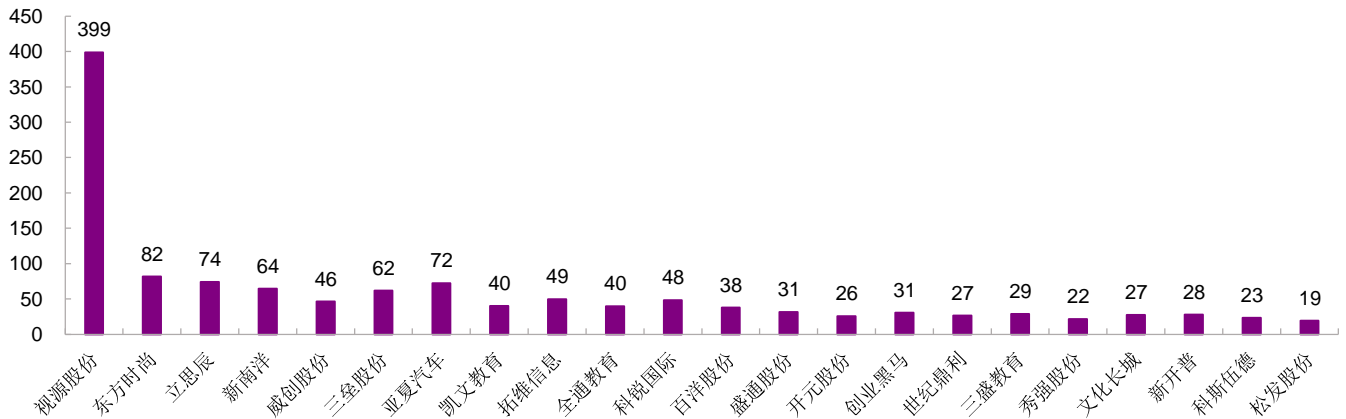
1、 教育行业跨市场表现回顾	5
1.1、 A 股教育行业表现回顾（1119~1123）	5
1.2、 港股教育行业表现回顾（1119~1123）	6
1.3、 美股中概股教育行业表现回顾（1119~1123）	8
1.4、 新三板教育行业表现回顾（1119~1123）	10
1.5、 一级市场教育行业融资总结（1119~1123）	11
2、 教育行业评级分析和投资策略	11
2.1、 估值分析	11
2.2、 投资建议	12
3、 风险因素	12
4、 上周重点报告	12
4.1、 学前意见限制幼儿园资产证券化，建议关注三垒股份错杀机会	12
5、 上市公司重要公告	16
5.1、 A 股教育上市公司重要公告	16
5.2、 海外教育上市公司重要公告	16
6、 业内动态	17

1、教育行业跨市场表现回顾

1.1、A股教育行业表现回顾（1119~1123）

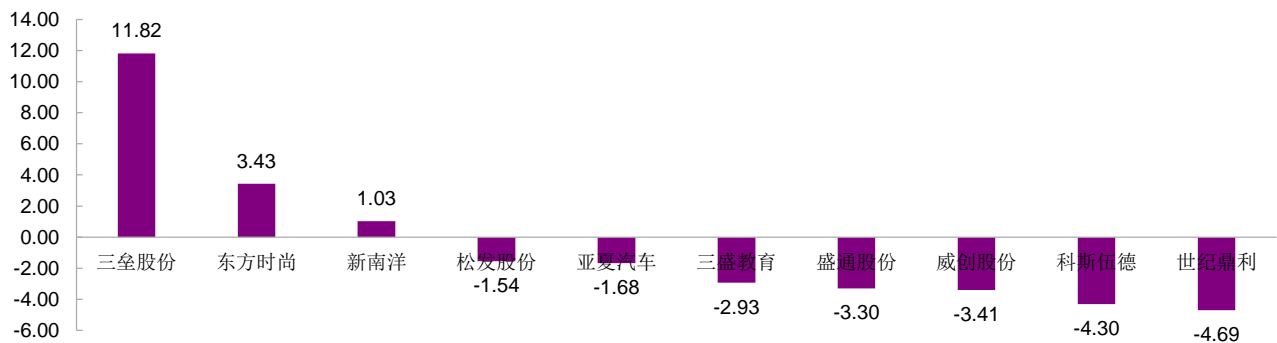
市场回顾。上周（2018年11月19日至2018年11月23日），A股教育行业22家重点公司中3家公司上涨，涨幅前三名为三垒股份、东方时尚、新南洋，涨幅分别为+11.82%、+3.43%、+1.03%。

图1：A股教育行业重点公司市值（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所注：数据为2018年11月23日市值

图2：A股教育行业公司涨幅榜前十名（单位：%）



资料来源：Wind，光大证券研究所注：时间区间为2018年11月19日到2018年11月23日

表 1: A 股教育行业重点公司列表

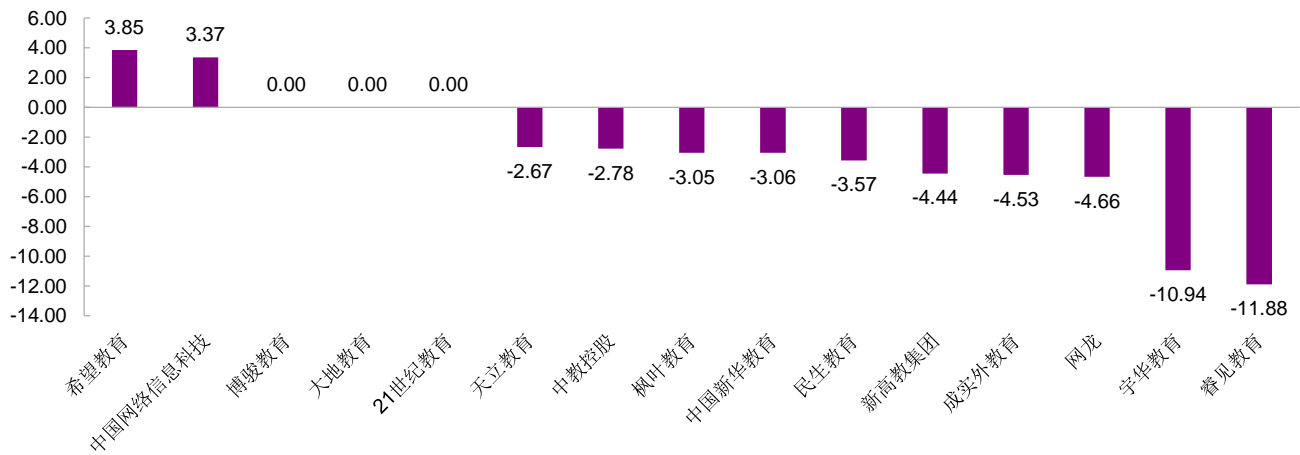
行业	公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (X)			
					2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
信息化	视源股份	002841.SZ	399	60.83	1.06	1.47	1.99	2.62	57	41	31	23
培训	百洋股份	002696.SZ	38	9.60	0.29	0.54	0.67	0.82	33	18	14	12
培训	文化长城	300089.SZ	27	5.67	0.13	0.46	0.55	0.63	44	12	10	9
培训	开元股份	300338.SZ	26	7.41	0.47	0.53	0.71	0.88	16	14	10	8
培训	盛通股份	002599.SZ	31	9.66	0.29	0.48	0.65	0.79	33	20	15	12
信息化	全通教育	300359.SZ	40	6.26	0.10	N/A	N/A	N/A	63	N/A	N/A	N/A
信息化	三盛教育	300282.SZ	29	11.60	0.09	0.58	0.60	0.64	N/A	20	19	18
培训	三垒股份	002621.SZ	62	17.79	0.05	0.11	0.56	0.64	N/A	N/A	32	28
学校	凯文教育	002659.SZ	40	8.01	0.05	0.06	0.29	0.55	N/A	N/A	28	15
信息化	拓维信息	002261.SZ	49	4.49	0.06	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
信息化	立思辰	300010.SZ	74	8.50	0.23	0.24	0.26	0.28	37	35	33	30
信息化	佳发安泰	300559.SZ	51	36.55	1.02	1.40	1.81	2.27	36	26	20	16
学校	威创股份	002308.SZ	46	5.10	0.22	0.27	0.32	0.38	23	19	16	13
学校	秀强股份	300160.SZ	22	3.64	0.19	N/A	N/A	N/A	19	N/A	N/A	N/A
培训	创业黑马	300688.SZ	31	45.19	0.83	0.77	0.88	0.97	54	58	52	46
其他	科锐国际	300662.SZ	48	26.84	0.47	0.62	0.83	1.06	57	43	32	25
培训	新南洋	600661.SH	64	22.50	N/A	0.51	0.67	0.87	N/A	44	34	26
其他	松发股份	603268.SH	19	15.35	0.52	N/A	N/A	N/A	30	N/A	N/A	N/A
其他	科斯伍德	300192.SZ	23	9.57	0.02	0.52	0.44	0.54	N/A	18	22	18
培训	东方时尚	603377.SH	82	13.87	0.56	0.48	0.59	0.71	25	29	23	19
培训	世纪鼎利	300050.SZ	27	4.88	0.21	N/A	N/A	N/A	23	N/A	N/A	N/A
信息化	新开普	300248.SZ	28	5.83	0.37	0.51	0.69	0.93	16	11	8	6
信息化	亚夏汽车	002607.SZ	72	8.78	0.09	0.09	0.10	0.10	98	98	88	88
平均									39	32	27	23

资料来源: Wind, 光大证券研究所注: (1) 股价为 2018 年 11 月 23 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、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

1.2、港股教育行业表现回顾 (1119~1123)

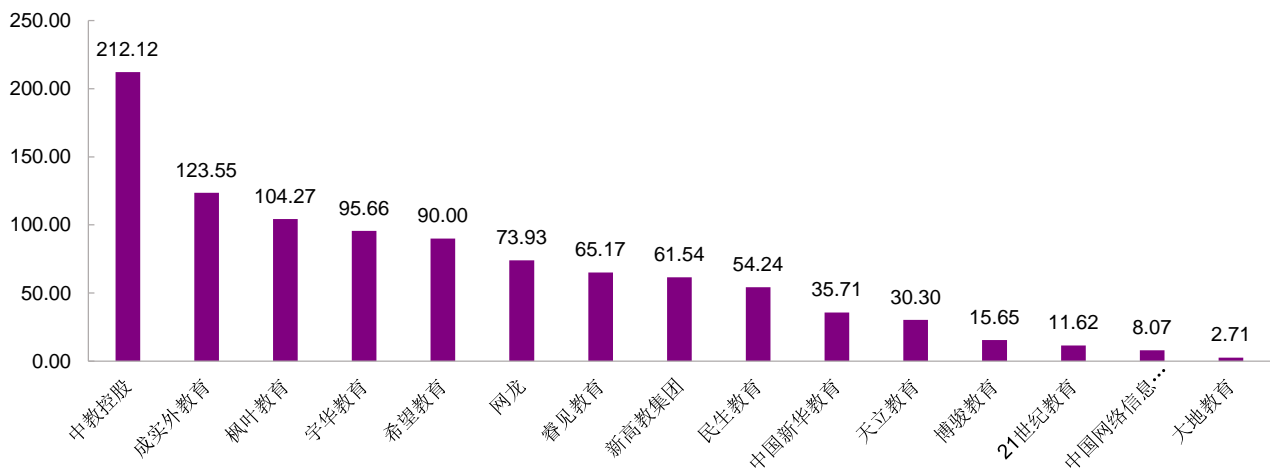
市场回顾。上周 (2018 年 11 月 19 日至 2018 年 11 月 23 日), 港股中概股教育行业 15 家公司中 2 家公司股价上涨。

图 3：港股教育行业公司涨跌幅情况（单位：%）



资料来源：Wind，光大证券研究所注：时间区间为 2018 年 11 月 19 日至 2018 年 11 月 23 日

图 4：港股教育行业公司市值（单位：亿港元）



资料来源：Wind，光大证券研究所注：股价为 2018 年 11 月 23 日收盘价

表 2：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
中教控股	0839.HK	212	10.50	12	513	767	980	1121	41	28	22	19
成实外教育	1565.HK	124	4.00	12	367	432	576	758	34	29	21	16
枫叶教育	1317.HK	104	3.50	8	487	594	793	1015	21	18	13	10
宇华教育	6169.HK	96	2.93	8	372	528	706	810	26	18	14	12
希望教育	1765.HK	90	1.35	12	253	329	592	766	36	27	15	12
睿见教育	6068.HK	65	3.19	8	237	357	469	592	27	18	14	11
网龙	0777.HK	74	13.92	12	-25	215	355	451	N/A	34	21	16
新高教集团	2001.HK	62	4.30	12	212	375	483	608	29	16	13	10
民生教育	1569.HK	54	1.35	12	311	389	476	531	17	14	11	10
中国新华教育	2779.HK	36	2.22	13	206	264	315	369	17	14	11	10
天立教育	1773.HK	30	1.46	14	157	219	311	447	19	14	10	7
博骏教育	1758.HK	16	1.90	15	42	N/A	N/A	N/A	37	N/A	N/A	N/A
21 世纪教育	1598.HK	12	0.94	16	54	N/A	N/A	N/A	22	N/A	N/A	N/A
中国网络信息 科技	8055.HK	8	0.22	17	-77	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
大地教育	8417.HK	3	0.16	18	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
平均									27	21	15	12

资料来源：Wind，光大证券研究所注：（1）股价为 2018 年 11 月 23 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 3：港股教育行业部分重点公司 EV/EBITDA 估值列表（单位：港元）

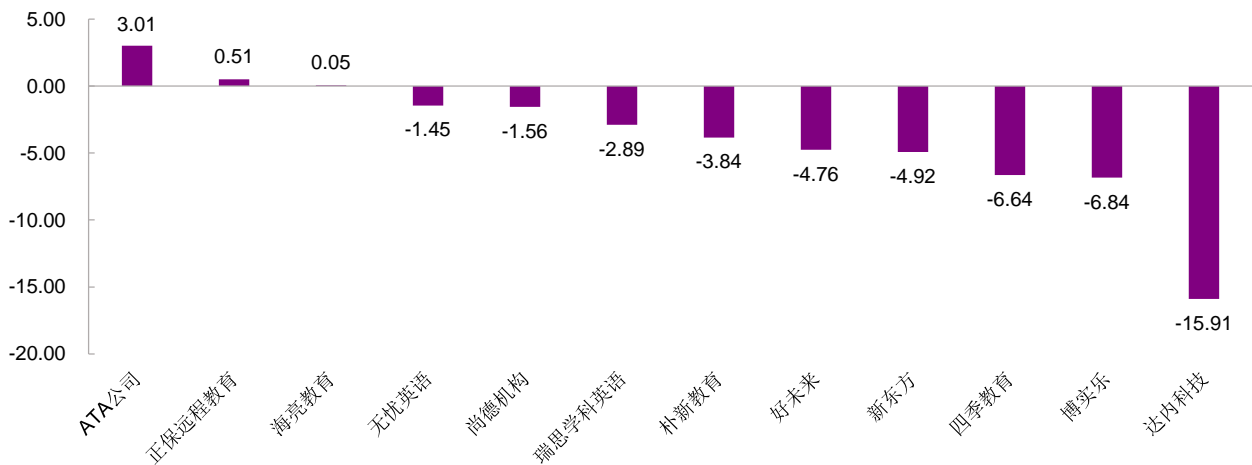
公司简称	股票代码	市值 (亿港元)	市值 (亿 RMB)	PE			EV (亿元)	EV/EBITDA		
				FY2017	FY2018E	FY2019E		FY2017	FY2018E	FY2019E
成实外教育	1565.HK	124	4.00	12	367	432	576	758	34	29
网龙	0777.HK	74	13.92	12	-25	292	382	451	N/A	25
枫叶教育	1317.HK	104	3.50	8	487	598	794	1018	21	17
宇华教育	6169.HK	96	2.93	8	372	540	779	893	26	18
民生教育	1569.HK	54	1.35	12	311	394	489	550	17	14
睿见教育	6068.HK	65	3.19	8	237	355	466	591	27	18
中教控股	0839.HK	212	10.50	12	513	781	1014	1155	41	27
中国新华教育	2779.HK	36	2.22	12	212	265	315	368	17	13
新高教集团	2001.HK	62	4.30	12	279	374	484	612	22	16
平均									26	20

资料来源：Wind，光大证券研究所注：（1）股价为 2018 年 11 月 23 日收盘价；（2）公司盈利预测来自 Wind 一致预期

1.3、美股中概股教育行业表现回顾（1119~1123）

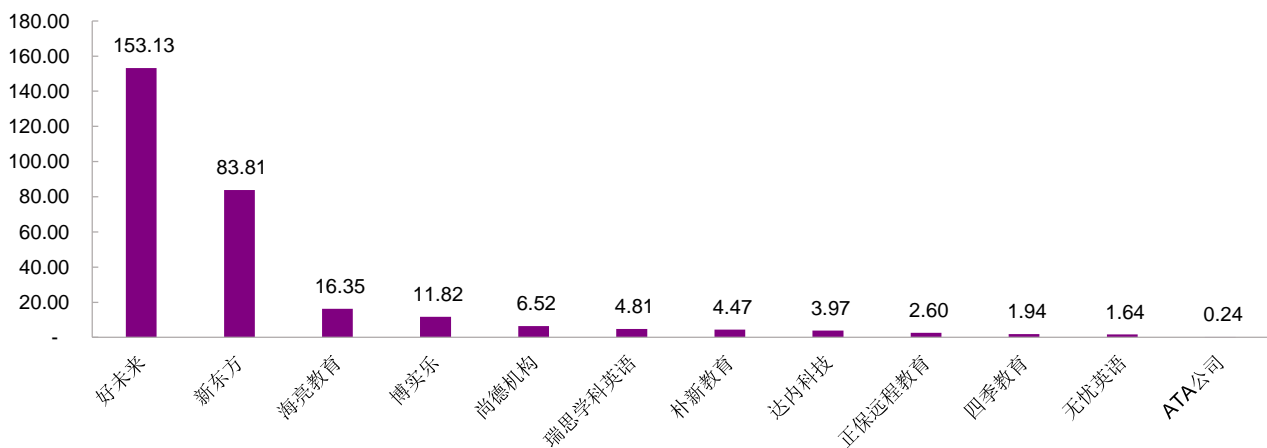
上周（2018 年 11 月 19 日至 2018 年 11 月 23 日），美股中概股教育行业 12 家公司中 3 家公司股价上涨。

图 5: 美股中概股教育行业公司涨跌幅情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 光大证券研究所注: 时间区间为 2018 年 11 月 19 日至 2018 年 11 月 23 日

图 6: 美股中概股教育行业公司市值 (单位: 亿美元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所注: 股价为 2018 年 11 月 23 日收盘价

表 4: 美股教育行业重点公司列表 (单位: 美元)

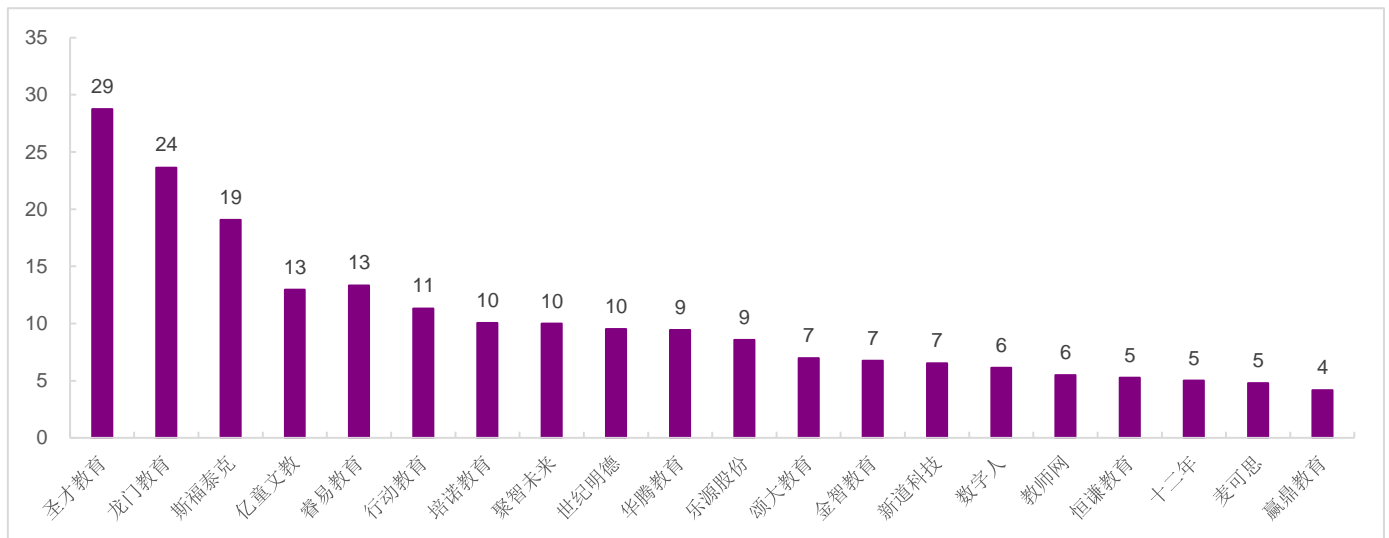
公司简称	股票代码	市值 (亿美元)	股价 (美元)	截止 月份	净利润 (百万美元)			PE (X)		
					FY17	FY18E	FY19E	FY17E	FY18E	FY19E
新东方	EDU.N	84	52.94	5	274	296	300	31	28	28
好未来	TAL.N	153	27.01	2	117	198	275	131	77	56
达内科技	TEDU.O	4	7.19	12	42	54	70	9	7	6
博实乐	BEDU.N	12	10.08	8	26	44	66	45	27	18
海亮教育	HLG.O	16	63.42	6	25	N/A	N/A	65	N/A	N/A
正保远程教育	DL.N	3	7.81	9	15	N/A	N/A	17	N/A	N/A
瑞思学科英语	REDU.O	5	8.75	12	-7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
平均								50	35	27

资料来源: Wind, 光大证券研究所注: (1) 股价为 2018 年 11 月 23 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。

1.4、新三板教育行业表现回顾 (1119~1123)

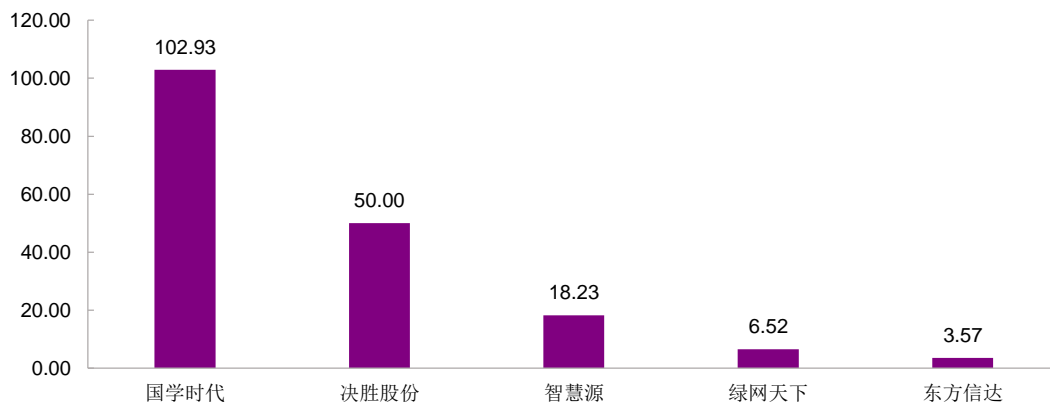
新三板教育行业表现回顾。新三板教育板块共有 220 家公司。上周(2018 年 11 月 19 日至 2018 年 11 月 23 日)，21 家公司构成的做市板块中有 15 家发生交易，196 家公司构成的竞价板块中有 8 家发生交易，2 家公司处于待挂牌状态。目前创新层板块共有 19 家公司，基础层板块共有 195 家公司。

图 7：新三板教育行业市值前 20 名 (单位：亿元)



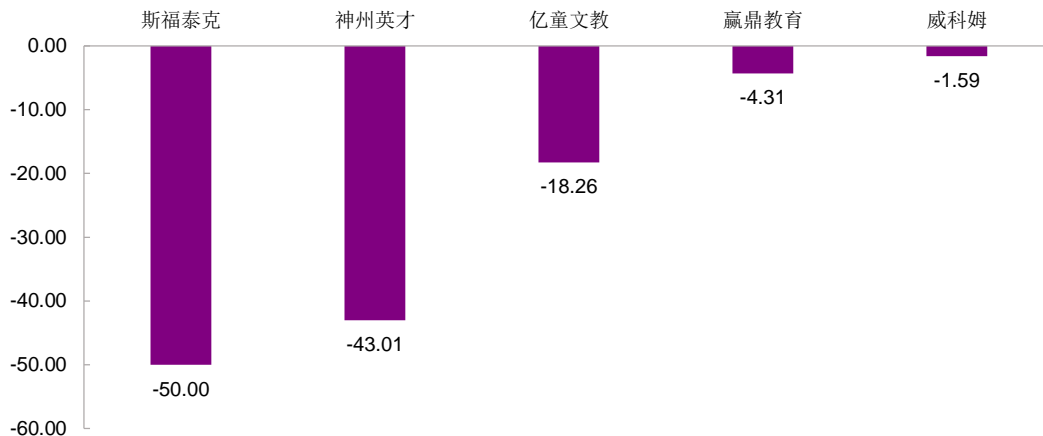
资料来源：Wind，光大证券研究所注：数据为 2018 年 11 月 23 日市值

图 8：新三板教育行业涨幅前 5 名 (单位：%)



资料来源：Wind，光大证券研究所注：数据为 2018 年 11 月 23 日市值

图 9：新三板教育行业跌幅前 5 名（单位：%）



资料来源：Wind，光大证券研究所注：数据为 2018 年 11 月 23 日市值

1.5、一级市场教育行业融资总结（1119~1123）

上周（2018 年 11 月 19 日至 2018 年 11 月 23 日），7 家一级市场教育公司获得融资。（1）11 月 19 日，格瑞斯获得 A 轮融资，一学就慧获得 400 万种子轮融资，高顿集团获得 8 亿元 C 轮融资。（2）11 月 20 日，艾艺荷马获得数亿元 B 轮投资。（3）11 月 21 日，声闻 Agora 获得 7000 万美元 C 轮投资。（4）11 月 22 日，叽里呱啦获得千万美金 B 轮投资。（5）11 月 23 日，漫族营地教育获得数百万元种子轮融资。

表 5：上周一级市场教育企业融资情况

公司名称	融资时间	融资金额	融资阶段	投资方	公司简介
漫族营地教育	11 月 23 日	百万元	种子轮	天地合资本	营地教育机构
叽里呱啦	11 月 22 日	千万美元	B 轮	红杉资本中国基金、贝塔斯曼亚洲基金	英语启蒙产品
声闻 Agora	11 月 21 日	7000 万美元	C 轮	Coatue Management	全球实时通信云服务商
艾艺荷马	11 月 20 日	数亿元	B 轮	达晨创投、汉能投资	美术艺考培训品牌
高顿集团	11 月 19 日	8 亿元	C 轮	高瓴资本、摩根士丹利联合领投，涌铎投资、嘉御基金跟投	财经教育机构
一学就慧	11 月 19 日	400 万	种子轮	深圳恺乐教育投资集团	教育技术研发公司
格瑞斯	11 月 19 日		A 轮		国际教育集团

资料来源：Wind，光大证券研究所

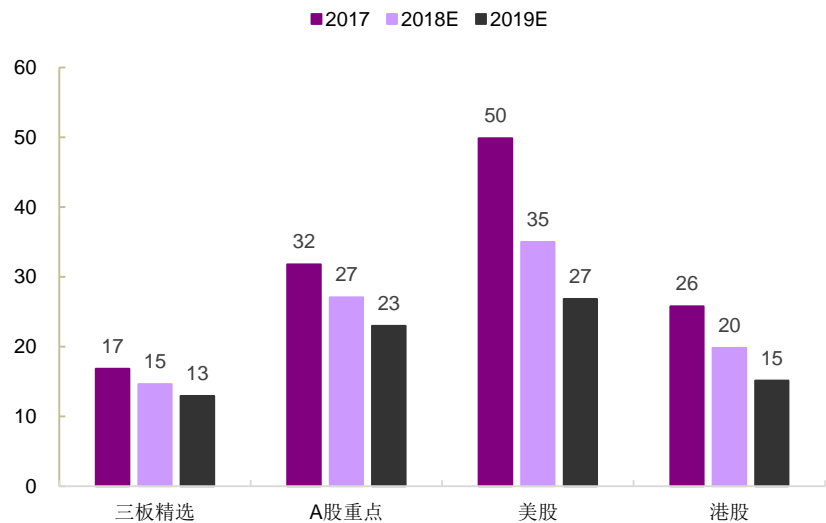
2、教育行业评级分析和投资策略

2.1、估值分析

估值梳理。截至 2018 年 11 月 23 日，各市场估值情况如下：

- 1、A 股教育：重点公司 2018/2019 年 PE 为 27X/23X；
- 2、港股教育：重点公司 2018/2019 年 PE 为 21X/15X；
- 3、美股教育：重点公司 FY2018/FY2019 年 PE 为 35X/27X；

图 10：教育行业估值比较



资料来源：Wind，光大证券研究所注：（1）股价为 2018 年 11 月 16 日收盘价；（2）采用 Wind 一致预期

2.2、投资建议

投资建议。我们维持年初至今对于 A 股教育行业的投资观点“聚焦龙头，兼顾成长”。（1）龙头主线推荐职业培训龙头中公教育/亚夏汽车（002607）、教育信息化龙头视源股份（002841）、三垒股份/美吉姆教育（002621），建议关注在线教育龙头新东方在线（H00947.HK）上市后的投资机会；（2）成长主线建议关注百洋股份、三盛教育、科斯伍德、开元股份、盛通股份、立思辰等公司。

3、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。

4、上周重点报告

4.1、学前意见限制幼儿园资产证券化，建议关注三垒股份错杀机会

外发时间：11 月 18 日

◆教育行业市场回顾和估值情况。A 股教育指数(930717)本周上涨 9.88%，跑赢创业板指 (VS3.80%)、跑赢沪深 300 (VS7.03%)。截至 2018 年 11

月 16 日, A 股重点公司 18/19 年 PE 为 29x/24x; 港股重点公司 FY18/FY19 年 PE 为 22X/16X; 美股重点公司 FY18/FY19 年 PE 为 37X/28X。

◆核心观点: 学前意见限制幼儿园资产证券化, 建议关注三垒股份错杀机会。

2018 年 11 月 15 日, 新华社播发《中共中央国务院关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》(以下简称《意见》)。市场关注度最高的第 1 条细则“主要目标”、第 24 条细则“遏制过度逐利行为”核心内容包括:

1、社会资本不得通过兼并收购、受托经营、加盟连锁、利用可变利益实体、协议控制等方式控制国有资产或集体资产举办的幼儿园、非营利性幼儿园。

2、民办园一律不准单独或作为一部分资产打包上市。

3、上市公司不得通过股票市场融资投资营利性幼儿园, 不得通过发行股份或支付现金等方式购买营利性幼儿园资产。

4、到 2020 年, 全国学前三年毛入园率达到 85%, 普惠性幼儿园覆盖率(公办园和普惠性民办园在园幼儿占比)达到 80%。

我们认为:

《意见》符合部分产业投资者预期, 但是大幅低于市场预期。《意见》对于幼儿园资产证券化相关政策符合部分产业投资者年初以来的预期, 2018 年部分公司已完成幼儿园相关资产的剥离和转让、或并购方向已转至非幼教类资产。但是本周五, A 股/港股/美股学校类和幼教类相关上市公司股价表现可以看出, 《意见》仍然大幅低于资本市场预期。

在学校类资产方面, 我们认为学校类资产的政策导向未来将会是规范和发展、公益和逐利之间的再平衡。2018 年 4 月《民促法(修订草案)》新增“公益性”细则、2018 年《民促法(修订草案)(送审稿)》新增“集团化办学/非营利性”、“关联交易”细则, 目前业界均在关注未来民办学校政策在资产证券化、盈利能力、集团化办学、协议控制、关联交易等方面的演进趋势, 未来我们也将对相关政策保持持续跟踪。《民促法》公益性细则、《学前教育意见》公益性和遏制过度逐利相关细则的颁布, 或使民办学校部分领域资产证券化和盈利能力的资本市场预期持续承压。

在学前教育和幼儿园方面, “普惠”是学前教育重要趋势。(1) 2016 年《政府工作报告》中提及“鼓励普惠性幼儿园发展”; (2) 2018 年《教育部工作要点》中提及“推进实施第三期学前教育行动计划, 扩大普惠性资源, 完善学前教育体制机制(第 22 条)”; (3) 本次《意见》: 学前教育是重要的社会公益事业, “入园难”、“入园贵”依然是困扰老百姓的烦心事之一, 主要表现为学前教育资源尤其是普惠性资源不足, 部分民办园过度逐利、幼儿安全问题时有发生。我们在 2016 年周报中曾经提及普惠园将是未来幼儿园的发展趋势, 未来国家将对普惠性幼儿园进行持续投入和政策支持, 国家目标 2020 年普惠园占比达到 80%。

◆**培训行业和公司核心观点：需求强烈，供给缩减；监管趋严驱动行业规范发展，龙头公司有望受益于集中度的提升。**《通知》、《送审稿》和《意见》对于培训领域规范力度趋于加强，大部分培训机构短期均受影响，中小机构受冲击较大。由于国内升学和就业的压力，目前中国培训需求强烈，随着供给侧小微机构逐步出清，全国龙头和区域巨头培训机构长期仍有望受益于集中度的提升。培训行业投资建议：中小学领域建议关注两大龙头（新东方和好未来）、区域和学科巨头公司（科斯伍德 300192）；早教领域推荐三垒股份（002621 美杰姆教育）；成人领域建议关注中公教育 002607、华图教育、百洋股份 002696 等。

成人职业培训行业和公司观点：中公教育（亚夏汽车 002607）行业龙头，核心推荐大幅低估的百洋股份（002696）。中公教育主要领域包括公务员、事业单位、教师等，净利润分别为 9.50、13.30、16.80 亿元，考虑股本增厚，后约 500 亿元市值对应 2018-2020 年 P/E 约 53x、37x 和 30x。百洋股份并购火星时代 100% 股权后，成功实现向数字艺术职业教育行业转型和“职业教育+水产”双主业布局；2018 年百洋股份通过火星时代现金收购影视特效制作公司楷魔视觉 80% 股权。未来楷魔视觉将和火星时代在人才培养、培训内容、品牌宣传、行业资源 4 个方面形成良好的业务协同效应。我们维持百洋股份 2018-2020 年净利润预测为 2.14、2.63 和 3.23 亿元，目前 40 亿元市值对应 2018-2020 年 P/E 为 19x、15x 和 12x，与龙头中公教育估值相比，百洋股份的估值仍然显著低估。

三垒股份（002621 美杰姆教育）股价错杀，维持核心推荐。中小学培训领域诞生千亿市值新东方和好未来、成人职业培训领域诞生 500 亿市值中公教育，早教领域仍然龙头缺位。三垒股份拟通过控股子公司启星未来以 33 亿元现金购买美杰姆 100% 股权，上市公司权益占比约 70%。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）。我们维持三垒股份 2019~2020 年净利润预测为 1.93 和 2.21 亿元。本次《学前教育意见》主要针对幼儿园领域，对于早教领域和三垒股份并无影响，三垒股份目前股价对应 2019-2020 年 P/E 为 28x 和 25x，维持“买入”评级。

◆**学校行业主要观点：民办学校资产证券化的资本市场预期或将持续承压。**

海亮教育（HLG.O）近期披露 2018 财年年报（20170901-20180831）：实现收入 11.69 亿元 RMB（+37.04%），实现净利润 2.31 亿元 RMB（+37.50%），公司收入主要来源于旗下 K12 学校的学费及住宿费收入。海亮教育是国内最大的 K12 民办教育集团之一，截止 2018 年 6 月 30 日，公司在全国开设 7 所综合性学校，包括 6 所普通 K12 学校和 1 所国际 K12 学校，并为 16 所未参与投资学校提供管理运营服务，共计超过 54,684 名在校生，其中公司旗下 7 所学校拥有在校生 22,110 名，教职工 1,856 名，累计高中毕业学生数逾 30,000 人。目前公司约 16 亿美元/113 亿 RMB 市值对应 2018 财年 P/E 约 49x。

11 月 12 日，嘉宏教育在香港联交所提交上市申请材料，既上月莲外教育和辰林教育申报之后，又一家学校类资产计划在香港 IPO。2017 年嘉宏教育实现营收 1.72 亿元，归母净利润 1.22 亿元。截止 2018 年 6 月底，

实现营收 9845 万元, 归母净利润 5757 万元。嘉宏教育通过搭建 VIE 架构, 协议控制了三所学校: 浙江温州的精益中学 (高中); 郑州信息商务学院 (控股 65%) (本专科) 以及杭州长征学院 (专科)。三所学校中的长征学院已登记为营利性学校, 其余两校尚未作出登记选择。河南信息商务学院使用的土地是工业用地且是划拨用地, 浙江的长征学院和精益中学近年来招生开始下滑。长征学院方面, 相比于 2014 年的 11,247 人, 下滑到 2018 年的 10,617 人, 下降 630 人; 精益中学方面, 则由 2014 年的 1,397 人下降为 2018 年的 933 人, 减少 464 人。

◆**信息化行业和公司主要观点: 信息化财政经费投入持续提升, 核心推荐视源股份 (002841.SZ)。**视源股份教育业务观点更新: (1) 我们认为希沃交互平板全行业渗透率远未至天花板, 学校场景的应用从政府招投标体系延伸至幼教/大学/实验室等非招投标体系, 培训场景的需求也逐步打开, 我们测算全行业需求量至少在 2000 万台以上, 截止 2018 年年底的全行业存量交互智能平板渗透率仅约 15-20%, 未来空间巨大且有望加速渗透。(2) 教育信息化业务通过希沃交互平板打开全国市场, 未来录播平板、电子班牌、电子书包、信息管理系统、“希沃信鸽”、“班级优化大师”等产品有望形成完整的教育生态体系, 继续巩固和夯实中国教育信息化行业的龙头地位。我们维持视源股份 2018~2020 年归母净利润预测为 9.60、12.95 和 17.03 亿元, 目前约 400 亿元市值对应 2018-2020 年 PE 约 45x、34x 和 25x, 维持买入评级。

◆**在线教育行业和公司主要观点: K12 在线直播王牌赛道, 建议积极关注新东方网 (00947.HK) 未来的投资机会。**目前美股已有 51talk、正保远程、尚德机构、流利说等在线教育企业, 近期新东方网也将港股 IPO, 我们预计未来将有更多的在线教育企业选择在港股和美股上市。高度分散的 K12 线下培训诞生两家千亿市值上市公司新东方和好未来, 我们非常看好 K12 在线直播行业未来的发展潜力, 市场份额高度集中、三四线城市海量空间、优质教学资源供给缺失有可能铸就数个巨头公司。新东方网的东方优播业务通过“小班在线教学+线下体验店”模式深度布局 K12 在线直播业务, 建议投资者积极关注新东方网未来的投资机会。

◆**出版行业和公司主要观点。**A 股上市公司三季报均披露完毕, 出版行业 25 家上市公司 2018 年前三季度合计实现收入 823.27 亿元 (+5.4%)、归母净利润 96.15 亿元 (-8.3%)、扣非净利润 76.40 亿元 (+1.8%)。前五大市值公司的市值和 PE (TTM) 如下: 中南传媒 (219 亿元/17x)、凤凰传媒 (196 亿元/14x)、山东出版 (168 亿元/11x)、中文传媒 (171 亿元/10x)、皖新传媒 (153 亿元/13x), 估值均处于历史较低水平。

◆**A 股教育行业投资建议。**我们维持年初至今对于 A 股教育行业的投资观点“聚焦龙头, 兼顾成长”。(1) 龙头主线推荐职业培训龙头中公教育/亚夏汽车 (002607)、教育信息化龙头视源股份 (002841)、三垒股份/美吉姆教育 (002621); (2) 成长主线核心推荐百洋股份 (002696), 建议关注三盛教育、科斯伍德、开元股份、盛通股份、立思辰等公司。

◆**风险因素。**政策风险、市场竞争加剧。

5、上市公司重要公告

5.1、A股教育上市公司重要公告

勤上股份(002638.SZ)：2017年年度报告(11/23)

2017年年度报告更新：2017年营收16.09亿元(+90.84%)，归母净利润0.84亿元(+119.70%)

更新开元股份(603377.SH)：公司股东及一致行动人减持股份(11/20)

公司5%以上股东、一致行动人江勇及江胜减持其间接持有的公司股份281万股，减持后持有公司股份4297万股，占公司总股本比例12.45%。

开元股份(300338.SZ)：增资子公司公告(11/19)

公司全资子公司衡器教育拟以其对控股子公司广州牵引力的8100万元债权作为出资，对广州牵引力进行增资，其中810万元作为新增注册资本，声誉7290万元引入资本公积，增资完成后广州牵引力注册资本1000万元，恒企教育持股90%。

5.2、海外教育上市公司重要公告

尚德机构：公布2018Q3财报(11/23)

2018财年Q3尚德机构净收入为人民币5.17亿元，较上年同期增长95.8%；净亏损为人民币2.263亿元，较上年同期下降12.7%

宝宝树集团(1761.HK)：上市公告(11/23)

宝宝树集团将于2018年11.27上市，证券代码为1761

21世纪教育(1598.HK)：股份回购(11/22)

公司累计回购H股1070万股，占公司H股总股本的0.87%。

中教控股(0839.HK)：公布三季度业绩(11/21)

公司第三季度业绩报告：2018年前三季度实现营收9.33亿元(+58.67%)，纯利4.01亿元(+65.70%)

正保远程教育(DL)：公布2018Q4财报(11/21)

公司净收入5360万美元，同比增长28.54%；净利润970万美元，同比增长64.41%；非GAAP净利润为1250万美元，同比增长73.61%

达内科技(TEDU.O)：公布2018第三季度业绩(11/20)

公司第三季度业绩报告：2018Q3净营收13.57亿元(+23.2%)，净亏损0.87亿元(-189.69%)

21世纪教育(1598.HK)：公司回购股份公告(11/19)

11月16日，公司回购H股80万股，占公司H股总股本0.06%。

6、业内动态

漫族营地教育获百万级天使轮融资，致力于推广青少年营地教育（鲸媒体，11/23）

漫族营地教育宣布完成百万级天使轮融资，天地合资本领投。本轮融资将用于师资队伍扩充、课程研发等。漫族营地教育致力于推广青少年营地教育，围绕青少年多维度提升，支持他们通过文化多样性体验，冲破教室围墙，实现跨文化交流。漫族主要为5到18岁青少年提供营地教育课程和活动，尤以户外教育、人文艺术类营地教育课程和活动为特色。据了解，漫族正在通过线上线下结合的方式来进行市场推广，具体而言，线上通过新闻客户端、公众平台等方式进行推广，现在通过广告等进行传播。漫族目前团队有20多名全职成员，今年已经与数十所学校达成合作，服务了2000余名学员。

叽里呱啦获数千万美元B轮融资（鲸媒体，11/22）

儿童英语教育品牌“叽里呱啦”宣布已完成数千万美元B轮融资，由红杉资本中国基金、贝塔斯曼亚洲投资基金投资。本轮融资将主要用于团队建设和产品开发。叽里呱啦成立于2014年，最初产品定位于以“工具+社区”的形式，为有早教需求的年轻父母提供内容资源。在2014~2016年间，叽里呱啦并没有进行商业化，基本在做用户增长的事情。直到2016年底，在其自研内容上线后，才开始通过付费课程模式进行商业化。据透露，叽里呱啦用了9个月时间就实现了盈利。如今，叽里呱啦已经完成从“轻平台”到“重服务”的转变，商业模式上也从C2C转向了B2C。

睿见教育以1.83亿元收购漳浦龙成学校（鲸媒体，11/22）

睿见教育发布公告称，以现金1.83亿元收购福建省漳浦龙成学校全部股权，以及漳浦龙成学校所在一块占地面积约100亩的土地的全部权益。漳浦龙成学校是按省一级标准建立的民办寄宿学校，为一年级至十二年级学生提供教育，包括漳浦龙成中学及漳浦龙成附属小学。

声网 Agora 完成7000万美元C轮融资，Coatue 领投（芥末堆，11/21）

全球实时通信云服务开创者声网 Agora 宣布完成C轮融资，本轮融资由全球科技股对冲基金 Coatue Management 领投，SIG 海纳亚洲、Morningside 晨兴资本和顺为资本跟投。声网 Agora 于2014年在硅谷创立，是全球第一家提出实时通信云服务并专注于此的公司。成立四年以来，声网以 RTC 技术为核心驱动了爆发式的业务增长，服务全球超过20亿终端用户，支撑每日通话数亿分钟，在教育行业，声网 Agora 主要面向企业提供在线1对1、小班课、双师课堂、万人直播公开课等不同场景的服务。同时针对教育直播进行了智能优化和自适应，以便提升教与学的体验。目前教育行业服务的企业包括沪江 CCTALK、海风教育、美术宝、联帮在线等头部线上教育企业。

美术艺考培训品牌“艾艺荷马”获数亿元B轮融资，达晨创投领投（鲸媒体，11/20）

美术艺考培训品牌艾艺荷马于近日完成数亿元 B 轮融资，由达晨创投领投，汉能投资跟投。艾艺荷马曾于 2017 年 2 月获得近亿元人民币的 A 轮融资，投资方为中融掌运星资产管理有限公司。本轮融资将主要用于四个方向：一是针对高中生的高考升学类的美术教育；二是针对中小学的核心素养的素质教育、美术教育；三是针对学生生涯规划，艺术特色发展的高级中学的学历教育；四是高等职业教育。

溢米辅导完成 C 轮 1500 万美元融资，持续布局全职师资和教学管理体系（芥末堆，11/20）

中小学在线辅导品牌溢米辅导正式宣布完成 1500 万美元 C 轮融资，老股东精锐教育、德晖资本、蓝湖资本均加码注资。溢米辅导创始人兼 CEO 李晓峰表示，此轮融资将用于教研、产品以及技术三大领域，提升教学服务和师资质量把控，并在“AI+教育”方面加大投入，成立于 2015 年的溢米辅导是一家专注 K12 课外在线辅导的移动互联网教育机构，结合线下教育资源和教学管理系统，复制精锐教育的全职教师模式，利用“一米云教室”为 9-18 岁学生提供 1 对 1 的在线课外辅导，截至目前，溢米辅导已覆盖全国一二三四五线城市和区域，注册学员人数过百万；全职专业老师团队数千人。

财政部提前下达 2019 年多项教育经费预算，学前教育发展资金预算 134 亿元（鲸媒体，11/20）

根据此次财政部公布的数据显示，获得资金预算前三的省分别为河南、四川以及湖南，其中河南省预算达到 12.4 亿元。浙江省则获得了 8100 万资金预算，在所有省份中获得发展资金最少。通知指出，要切实加大幼儿资助投入力度，确保建档立卡等贫困幼儿优先获得资助，帮助农村贫困家庭幼儿接受学前教育。

高顿集团完成 8 亿元 C 轮融资（鲸媒体，11/19）

财经教育机构高顿集团宣布，获得 8 亿元的 C 轮融资，本轮融资由本初资本担任独家财务顾问，由高瓴资本、摩根士丹利联合领投，涌铎投资、嘉御基金跟投。高顿表示，此次融募的资金将用于持续打造国际化的终身财经教育生态，并加强在人工智能、大数据、云计算等科技领域的投入。高顿教育集团拥有 B2B（高顿财税学院）、B2C（高顿财经、高顿网校）两大事业群和七大事业部，实现针对个人财经资格认证及企业财税咨询培训的行业全覆盖。

格瑞斯完成 A 轮融资（芥末堆，11/19）

格瑞思国际学校教育集团宣布完成 A 轮融资，本轮融资将主要用于新校区租赁和整体配备、既有校区升级、教学研究、教学管理平台系统以及高管核心员工的股权激励。格瑞思国际教育集团创建于 2014 年，是集学前班、小学、初中、高中于一体的私立国际化学校，该校以国家课程标准要求的课程为主体，同时引入美国格瑞斯学校课程。

一学就慧获 400 万种子轮融资（鲸媒体，11/19）

一学就慧致力于通过培养学生的“学习六力”（注意力、专注力、记忆力、理解力、思考力和自控力）提升学生的成绩，“从学渣变学霸”。一学就慧完成了 400 万元种子轮融资，投资方为深圳悦乐教育投资集团，目前，一学就慧已经与 5 家教培机构达成合作，客单价上万。

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	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
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	lix1@ebscn.com
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebscn.com
国际业务	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebscn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
私募业务部	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com