

拥抱政策支持的分成长领域

——2019年教育行业投资策略

从 K12 培训到民办学校，政策是影响 2018 年教育行业的主要因素，为学生减负、回归公益性是主旋律。2 月，四部委发布《关于切实减轻中小学生学习负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》，对于以应试为导向、超纲教学、无证无照 K12 培训机构展开清理。8 月，司法部发布《民办教育促进法实施条例(修订草案)(送审稿)》，要求“实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校”。11 月，中共中央、国务院发布《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》，禁止民办幼儿园上市。一系列的规范政策使得 2018 年教育板块上市公司投资变得更为困难。

展望 2019 年，我们认为应该拥抱政策支持的分成长领域。培训领域来看，看好教师资格考试和招录培训及素质教育。在全面二胎等政策推动下，近年我国新生儿数量呈快速攀升趋势，师资紧缺程度加剧将带动教师需求数量快速增加。我国基础教育阶段新增教师数量从 2009 年的 14.2 万人提升至 2017 年为 39.5 万人，预计未来仍将快速增加。叠加 2015 年教师资格考试改革后难度大幅提升，通过率从 70% 多下降到 30% 左右，这两大因素将使得教师考试和招录培训机构持续受益。素质教育方面，相比于应试辅导，早教是更注重沉浸式的寓教于乐，教学成果也并非像考试成绩这样带有明确功利性与可察性，而是引导婴幼儿在早期阶段塑造更好的性格与全方位能力，看好早教机构在二三线城市的渗透率提升。

民办学校领域建议重点关注高教板块。高教板块由于其未来可以选择注册为营利性学校，因此合法、合规性方面更佳。核心逻辑如下：(1) 我国高等教育资源分布不均，欠发达省份毛入学率仅 30%+，距离 2020 年 50% 水平相距甚远，亟待提升。(2) 发展民办高校有助于减轻政府财政负担，民办学校收费相比公办学校更高，靠学费可以支持去运转，发展民办高校有助于提升毛入学率的同时降低财政负担。(3) 在政策支持下，未来独立学院剥离将更加快速推进，有助于民办高校集团上市公司推进对一级学校标的的并购。

相关个股：亚夏汽车（中公教育借壳上市），三垒股份（收购早教龙头美吉姆），新高教集团、希望教育等民办高教上市公司

风险提示：政策影响超预期、经济下行压力加大影响教育支出

中小公司研究

陈萌

chenmeng@csc.com.cn

021-68821600-818

执业证书编号：S1440515080001

研究助理 叶乐

yele@csc.com.cn

021-68821600

发布日期：2018年12月10日

上证指数、深证成指走势图



创业板指、中小板综走势图



目录

从 K12 培训到民办学校，政策是影响 2018 年教育行业的核心因素	4
展望 2019 年，培训领域建议重点关注非学历职业教育和素质教育	6
展望 2019 年，民办学校领域建议重点关注高教板块	10
A 股相关标的	13

图表目录

图表 1：2018 年教育行业出台的相关法律法规及指导意见	4
图表 2：港股民办学校板块 2018 年股价大多下跌	5
图表 3：8 月份民办学校上市公司迎来股价暴跌	5
图表 4：K12 培训板块好未来、新东方今年同样表现不佳	5
图表 5：“学前教育新政”出台后红黄蓝迎来股价暴跌	5
图表 6：2018 年 A 股教育行业主要资产证券化事宜	5
图表 7：2017 年公务员、事业单位及教师培训占比超 35%	1
图表 8：公务员、事业单位及教师招录培训营收占比趋稳	1
图表 9：2015 年教师资格认证考试改革重点	2
图表 10：国内教师资格考试“统考”发展变革历程	2
图表 11：2011 年以来全国教师资格考试参与省份快速增加	3
图表 12：改革后教师资格证认证考试通过率大幅下降	3
图表 13：2018 年全国教师资格（国考）举办的省份	3
图表 14：2011 年以来全国教师资格考试参与省份快速增加	3
图表 15：2017 年我国新增教师数量达到 39.5 万人	4
图表 16：教师招录（含资格）考试市场规模超过 150 亿元	4
图表 17：2017 年我国公务员招录培训人数为 138 万人	4
图表 18：2017 年我国公务员考试培训市场规模约 99 亿元	4
图表 19：国考招录人数受政策影响较大	5
图表 20：2019 年国考招录人数大度下降主要是县级下降	5
图表 21：2017 年地方公务员参考人数下降 1% 左右	5
图表 22：2017 年地方公务员招录人数大部分省份都下降	5
图表 23：我国事业单位招录人数稳步增长	6
图表 24：我国事业单位招录培训行业规模百亿元	6
图表 25：美吉姆教育理念中的“成长金字塔”	6
图表 26：纽约国际尚在开发中的特色课程	6
图表 27：1978 年以来我国生育政策主要变化情况	7
图表 28：过去 10 年我国新生儿人口总体呈上升趋势	7
图表 29：我国新生儿人口的结构拆分	7
图表 30：上海 0-6 岁幼儿家长选择早幼教机构的原因	8
图表 31：上海 0-6 岁幼儿家长选报的课程类型	8
图表 32：孩子 0-6 岁的全国抽样家庭教育消费现状	8

图表 33: 全国学龄前儿童在辅导班年花费区间占比.....	8
图表 34: 2009-2017 年我国早幼教市场规模 (亿元)	9
图表 35: 上海北京的早教品牌与机构数量全国领先.....	9
图表 36: 中国十大早教机构排行榜及品牌信息	9
图表 37: 我国学历教育主要分为高等教育和基础教育两块.....	10
图表 38: 2017 年我国高等教育毛入学率为 45.7%	11
图表 39: 2016 年部分省份高校毛入学率仍不到 40%.....	11
图表 40: 公办“双一流大学”主要还是集中在少数省市	11
图表 41: 部分省份的本科录取率和北京、江苏比差距较大.....	11
图表 42: 2016 年我国高等教育经费来源	12
图表 43: 2017 年河南大学收入来源 (亿元)	12
图表 44: 2016 年民办高等教育行业收入达到 1030 亿元	12
图表 45: 11 家港交所上市民办学校 FY17 毛利率和净利率.....	12
图表 46: 2016 年我国高等教育经费来源 (亿元)	13
图表 47: 2017 年河南大学收入来源 (亿元)	13
图表 48: 新高教集团是民办教育集团扩张的典范.....	13
图表 49: 此次重组上市公司和标的方财务数据对比 (单位: 万元)	14
图表 50: 中公教育主要从事公务员等各类泛公职考试培训.....	15
图表 51: 2017 年公务员招录培训占中公教育收入过半	15
图表 52: 最近 3 年中公教育收入和业绩快速增长.....	15
图表 53: 中公教育分支机构数量和单个机构收入不断提升.....	15
图表 54: 线下面授培训是中公教育主要收入来源.....	16
图表 55: 中公教育线下与线上培训人次快速增长.....	16
图表 56: 中公教育的主要培训方向	16
图表 57: 中公教育线下培训业务中教考培训人次增速最快.....	17
图表 58: 教考毛利率要低于公务员招录培训	17
图表 59: 教师招聘及教师资格线下培训快速增长.....	17
图表 60: 面授培训协议班是中公教育主要班型	17
图表 61: 美吉姆主要从事早教领域培训	18
图表 62: 美吉姆获《Entrepreneur》2017 特许经营 200 强.....	18
图表 63: 美吉姆早教课程主要包括欢动课、艺术课、音乐课.....	18
图表 64: 美吉姆艺术课程覆盖 20 个月-6 岁孩子	19
图表 65: 美吉姆音乐课采用美国 Music Together 课程体系.....	19
图表 66: 美吉姆收入利润快速成长	19
图表 67: 美吉姆业绩承诺较高	19
图表 68: 特许经营加盟费是标的方主要收入	20
图表 69: 美吉姆的加盟费不菲	20
图表 70: 美吉姆在二三线城市加盟网点快速增加.....	20

从 K12 培训到民办学校，政策是影响 2018 年教育行业的核心因素

2018 年教育行业政策不断，为学生减负、回归公益性是主旋律。今年 2 月，国务院四部委发布《关于切实减轻中小学生学习负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》，对于以超纲教学、无证无照、以应试为导向的 K12 培训机构展开清理。8 月，司法部发布由教育部提请国务院审议的《中华人民共和国民办教育促进法实施条例(修订草案)(送审稿)》，文件中要求“实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校”。11 月，中共中央、国务院发布《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》，“禁止民办幼儿园上市；社会资本不得通过兼并收购、受托经营、加盟连锁、VIE 架构等方式控制非营利性幼儿园”。

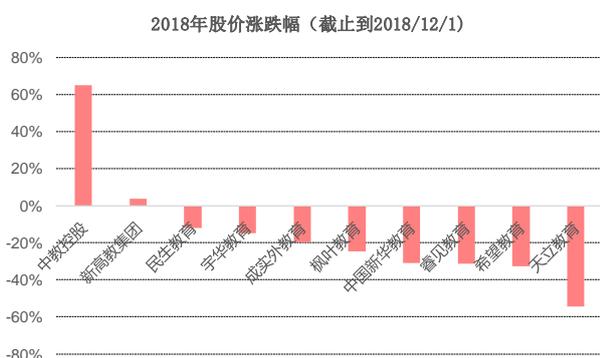
图表 1：2018 年教育行业出台的相关法律法规及指导意见



资料来源：教育部、国务院等，中信建投证券研究发展部

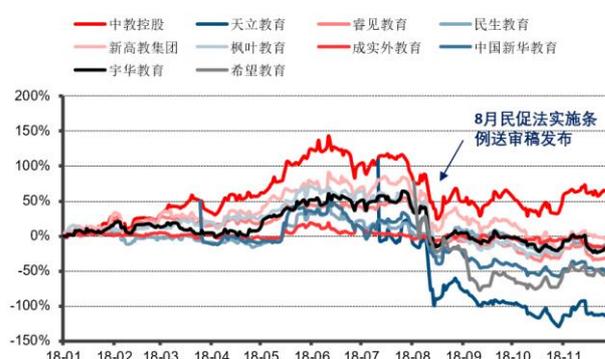
教育行业上市公司股价今年大多表现不佳。从港股的民办学校板块上市公司来看，除中教控股和新高教育集团之外，其他民办学校集团上市公司股价 2018 年均出现了不同程度的下跌，截至 2018 年 12 月 1 日，义务教育阶段收入占比最高的天立教育 2018 年上市后至今跌幅达到-54.5%、睿见教育跌幅达到-31.2%；美股 K12 培训板块来看，好未来、新东方 2018 年股价收益率分别为-7.3%和-41.6%；以幼儿园为主业的美股上市公司红黄蓝 2018 年至今股价跌幅为-55.3%。

图表 2：港股民办学板块 2018 年股价大多下跌



资料来源：wind, 中信建投证券研究发展部

图表 3：8 月份民办学校上市公司迎来股价暴跌



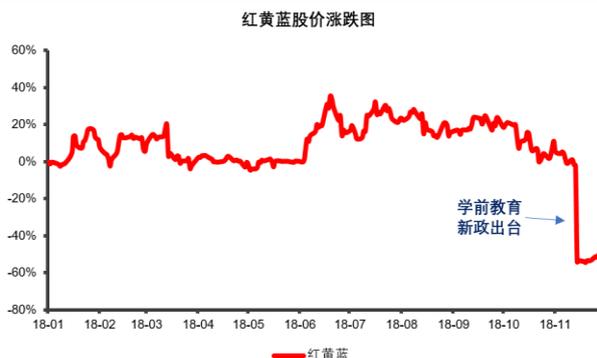
资料来源：wind, 中信建投证券研究发展部

图表 4：K12 培训板块好未来、新东方今年同样表现不佳



资料来源：wind, 中信建投证券研究发展部

图表 5：“学前教育新政”出台后红黄蓝迎来股价暴跌



资料来源：wind, 中信建投证券研究发展部

A 股市场来看，教育资产证券化依然稳步推进。今年 10 月科斯伍德发布公告，拟收购龙门教育 50.24% 剩余股权，交易完成后上市公司将持有龙门教育 100% 股权；11 月立思辰拟以 7.02 亿元现金收购中文未来 39% 股权，收购完成后上市公司将持股中文未来 100%；11 月三垒股份收购美吉姆已完成第一期支付，美吉姆的股东已变更为上市公司；12 月公考培训龙头中公教育（作价 185 亿元）借壳亚夏汽车上市获得证监会审核通过。

图表 6：2018 年 A 股教育行业主要资产证券化事宜



资料来源：各公司公告，中信建投证券研究发展部

展望 2019 年，培训领域建议重点关注非学历职业教育和素质教育

我们认为 2019 年投资教育行业应该规避政策重点管制的细分领域，建议培训领域重点关注政策支持的非学历职业教育和素质教育，民办学校领域重点关注高教板块。其中非学历职业教育领域中最为看好教师资格考试及招录培训市场。

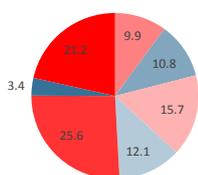
非学历职业教育——教师资格考试及招录培训市场迎来红利

根据弗若斯特沙利文的数据显示，国内非学历职业教育培训收入由 2013 年的 546 亿元增长至 2017 年的 987 亿元，年均复合增长率约为 16%，其中公务员考试培训、事业单位招聘培训和教师招录考试培训的营收规模由 2013 年的 190 亿元上升至 2017 年的 364 亿元，年均复合增长率约为 17.6%，高于非学历职业教育市场的平均增速，市场规模合计占比稳定保持在 35% 以上，是非学历职业培训的主要集中区。**2018 年教师招录考试培训（及资格证考试）市场规模为 157 亿元，同比增长 17.2%，未来将受益于教师资格证考试难度提升和教师数量短缺。**

图表 7：2017 年公务员、事业单位及教师培训占比超 35%

2017 年非学历职业教育培训收入分类明细（十亿元）

■ 公务员考试培训 ■ 事业单位招聘培训 ■ 教师招录考试培训 ■ 金融会计培训
■ IT 专业培训 ■ 其他职业招录培训 ■ 职业资格考试培训

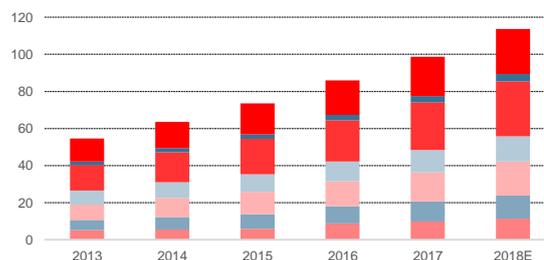


资料来源：弗若斯特沙利文报告，中信建投证券研究发展部

图表 8：公务员、事业单位及教师招录培训营收占比趋稳

非学历职业教育培训历年总收入（单位：十亿元）

■ 公务员考试培训 ■ 事业单位招聘培训 ■ 教师招录考试培训 ■ 金融会计培训
■ IT 专业培训 ■ 其他职业招录培训 ■ 职业资格考试培训



资料来源：弗若斯特沙利文报告，中信建投证券研究发展部

教师资格认证考试及教师招录培训

教师资格证认证考试改革后难度大幅提升，为考培市场带来更大给予。2015 年教育部公布《中小学教师资格考试暂行办法》，国内教师资格认证考试正式迎来大变革，具体变化如下：（1）省考改为全国统考，由教育部考试中心统一制定考试标准和考试大纲，组织笔试和面试试题，并建立试题库。师范生与非师范生不再区分，均需参加国家组织的教师资格认证考试；（2）教师资格终身制也被打破，要求每 5 年定期注册一次，注册条件以师德表现、年度考核和培训情况为主要依据。改革后教师资格认证考试呈现出考试形式综合多样化、考试科目增多及考试难度增加的特点。

图表 9：2015 年教师资格认证考试改革重点

	改革前	改革后
考试形式	各省自主命题	全国统考
考试范围	非师范类学生与其他社会人员	师范生纳入全国统考范围
考试科目	教育学+心理学	综合素质+教育教学知识和能力+学科教育知识和能力
考试方式	机考/笔试+面试	笔试+面试
考试内容	指定的教育学、心理学参考教材	不指定统一的参考用书，综合素质+教育知识与能力+学科知识与教学能力
成绩年限	笔试成绩长期有效	笔试单科成绩有效期 2 年，有效期内只需报考教师资格考试中未通过科目。笔试所有科目通过后方可报考面试。
报考资格	大专以上学历即可报考	多数考试需本科以上学历
发证时间	教学能力测试通过立刻发证	部分科目增加教学实习经验
证书有效期	未规定	有效期 3 年，5 年一周定期注册，注册条件以师德表现、年度考核和培训情况为主要依据

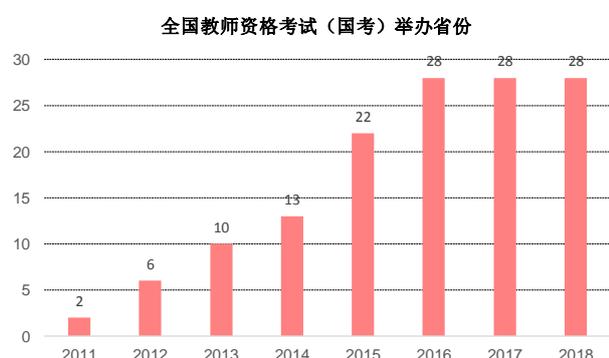
资料来源：教师网，中信建投证券研究发展部

图表 10：国内教师资格考试“统考”发展变革历程


资料来源：中公教育网站，中信建投证券研究发展部

2011 年以来全国教师资格考试参与省份快速增加，2011 年为 2 个省份浙江与湖北（试点）、2014 年为 13 个省份（试点）、2015 年为 22 个省份、2016 年至今均为 28 个省份。但是改革的背后则是教师资格证通过率的大幅下降，据教育部统计，在 2011 年开始的前 2 年的试点工作中，一共组织了 4 次全国性的考试，6 省参加教师资格认证考试的人数约为 28.1 万人，其中约 7.7 万人通过考试，通过率为 27.5%，而在改革前，各试点省考的通过率一般在 70% 以上。即使到了 2017 年下半年，国内大部分省份的教师资格认证考试通过率仍偏低，2017 年下半年上海、济南、河南、江苏、广东的考试通过率分别为 34.5%、26.6%、17.5%、27.5%、26%。

图表 11：2011 年以来全国教师资格考试参与省份快速增加



资料来源：教育部，中信建投证券研究发展部

图表 12：改革后教师资格证认证考试通过率大幅下降



资料来源：各省教育厅，中信建投证券研究发展部

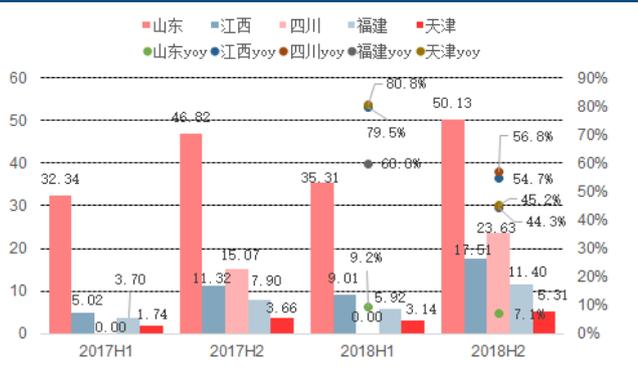
图表 13：2018 年全国教师资格（国考）举办的省份

	一年考两次			只上半年考		只下半年考	
全国教师资	浙江	广西	河北	江苏	湖北	无	山西
格国考的各	海南	吉林	贵州	安徽	福建		四川
个省份安排	上海	江西	甘肃	重庆	山东		湖南
	宁夏	天津	广东	辽宁	陕西		云南
	北京	河南					

资料来源：上海教师资格网，中信建投证券研究发展部

与此同时近几年，我国教师资格证报考人数快速上升，山东、江西、四川、福建四个省份 2018 年下半年的报考人数分别为 50.13、17.51、23.63、11.4 万人，同比增长 7.1%、54.7%、56.8%、44.3%。而 K12 培训机构合规性的提高也将带动教师资格考试未来几年的快速增加。

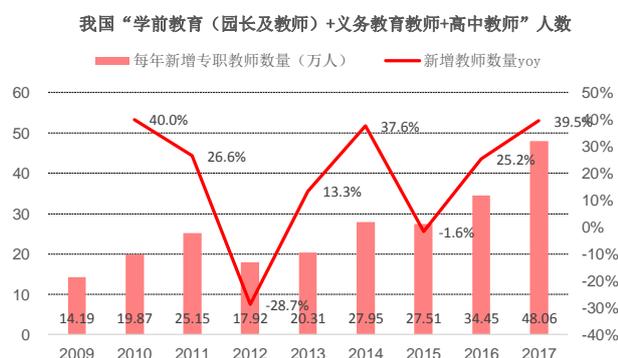
图表 14：2011 年以来全国教师资格考试参与省份快速增加



资料来源：各省教育厅，中信建投证券研究发展部

伴随着我国新生儿数量的攀升，国内教师紧缺度不断加剧，带动我国新增教师数量快速攀升。以学前教育+义务教育+高中教育阶段的新增教师数量统计，2009 年为 14.2 万人，至 2017 年为 39.5 万人，虽然中间有所反复但整体来看国内每年新增教师数量上行是大的趋势。整个教育考试培训及招录培训的市场规模 2017 年达到 157 亿元，同比增长 17.2%，预计未来几年仍将快速增加。

图表 15: 2017 年我国新增教师数量达到 39.5 万人



资料来源: 教育部, 中信建投证券研究发展部

图表 16: 教师招聘(含资格)考试市场规模超过 150 亿元



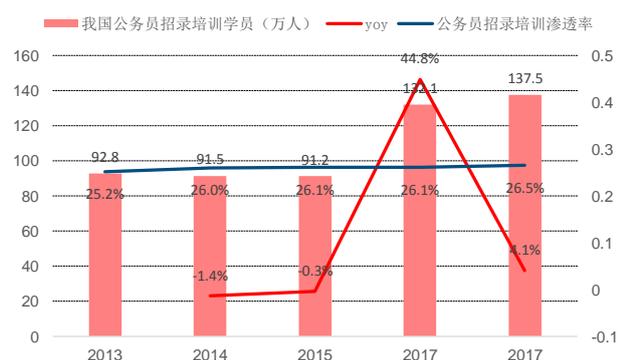
资料来源: 中信建投证券研究发展部

公务员考试培训

公务员考试主要分为国家公务员和地方公务员招录考试两大类, 内容包括笔试和面试两部分。国家公务员的招考简称“国考”, 时间较为确定, 笔试时间为每年 11 月的第四个周末; 地方公务员考试时间则各省份差异很大, 而地方公务员的招考时间由各地自行决定并组织实施, 部分省份一年会有春秋两次参考考试。

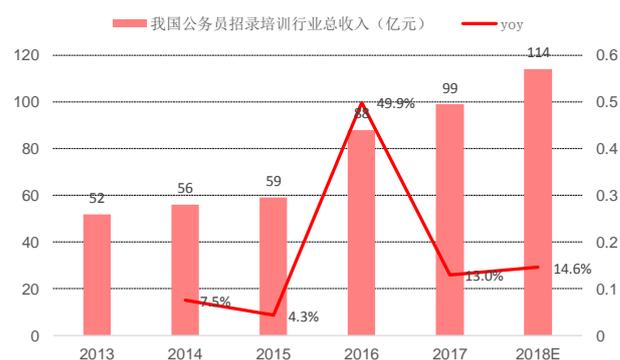
行业层面来看, 2017 年公务员考试培训的市场规模已接近 100 亿元, 参培渗透率稳中有升, 2017 年公考培训的渗透率达到 26.5%, 受国内经济增速放缓及就业形势严峻的影响, 公务员招录考试对毕业求职人员的吸引力不减, 弗若斯特沙利文报告显示, 为应对激烈的公务员考试竞争, 公务员招录培训的学员总数逐年增加, 由 2013 年的 92.8 万人增至 2017 年的 137.5 万人, 年均复合增长率约为 10.3%。从市场竞争环境来看, 随着公务员审核标准日益严苛, 未来公务员招录培训的渗透率仍有较大提升空间。

图表 17: 2017 年我国公务员招录培训人数为 138 万人



资料来源: 弗若斯特沙利文, 中信建投证券研究发展部

图表 18: 2017 年我国公务员考试培训市场规模约 99 亿元



资料来源: 弗若斯特沙利文, 中信建投证券研究发展部

国家公务员考试一直是报考的热点, 2018 年国家公务员考试招录人数为 2.85 万人, 同比增长 5.2%, 但当年报考人数大幅增长 15.24%, 达到 113.4 万人, 导致报名录取率下降到 2.5%。而受 2019 年国考压缩县级以下招录名额, 2018 年 10 月发布的《中央机关及其直属机构 2019 年度考试录用公务员简章》中将 2019 年国考招录人数从 2.85 万人大幅缩至 1.45 万人, 创十年新低。短期来看, 国考难度提升有利于参培率的提升, 但是长期

将影响参加考试的人数。

图表 19：国考招录人数受政策影响较大



图表 20：2019 年国考招录人数大度下降主要是县级下降

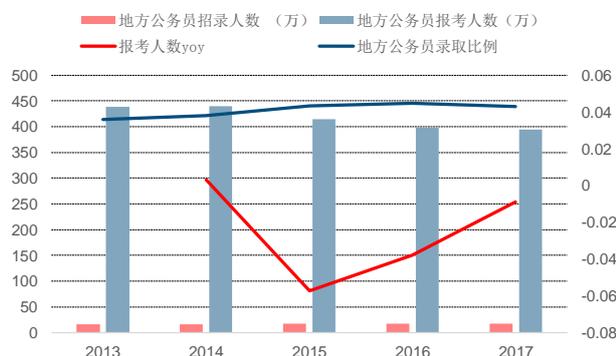


资料来源：国家公务员局，中信建投证券研究发展部

资料来源：中公教育网站，中信建投证券研究发展部

近几年，我国地方公务员考试招录人数先升后降，从 2013 年的 15.7 万人增加至 2015 年的 18.0 万人，再降至 2017 年的 17.0 万人。报考人数则从 2014 年以来缓慢下滑，从 2014 年的 439 万人，降至 2017 年的 395 万人，但下降速度放缓。

图表 21：2017 年地方公务员参考人数下降 1%左右



图表 22：2017 年地方公务员招录人数大部分省份都下降



资料来源：各省公务员招生计划，中信建投证券研究发展部

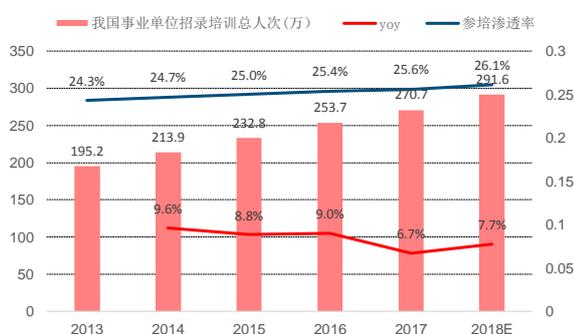
资料来源：各省公务员招生计划，中信建投证券研究发展部

事业单位招聘培训

事业单位是指国家为了社会公益目的而设立的机构，不属于政府机构。事业单位考试又称事业编制考试，我国事业单位招聘考试通常包括笔试和面试两部分，主要是由用人单位的人事部门委托省市级所属的人事考试中心来命题和组织报名等，目前尚无全国或全省市的统一招录考试，故事业单位历年的招录岗位及人数存在一定的不确定性。

2017 年我国事业单位招聘培训收入为 108 亿元，同比增长 15.7%，行业增长的驱动力主要是培训人次的增加，2017 年底，我国事业单位招聘培训的渗透率为 25.6%，略低于公务员招录培训，事业单位由于其考试试题难度相对于公务员考试较低而受到青睐，在经济下行压力下预计将更受到求职者青睐。

图表 23：我国事业单位招聘人数稳步增长



资料来源：弗若斯特沙利文，中信建投证券研究发展部

图表 24：我国事业单位招聘培训行业规模百亿元



资料来源：弗若斯特沙利文，中信建投证券研究发展部

素质教育培训——早教市场迎来人口红利

早教市场不同于应试教育培训，更多是寓教于乐的素质培养。0-3岁婴幼儿的早教课程与高年龄层的培训不同，相比 K12 阶段的专科辅导，早教则是更注重沉浸式的寓教于乐，教学成果也并非像考试成绩这样带有明确功利性与可察性，而是引导婴幼儿在早期阶段塑造更好的性格与全方位能力。早教机构大都已具备基本的音乐课程、脑力课程、艺术课程等，在此基础上，一些机构还融入了积木教具、创意思维、亲子互动等元素，试图开发具有竞争力的独特课程吸引家长，并以此打造具有高辨识度的品牌。

图表 25：美吉姆教育理念中的“成长金字塔”



资料来源：美吉姆官网，中信建投证券研究发展部

图表 26：纽约国际尚在开发中的特色课程

M.A.S课(待开放)
1~2Years

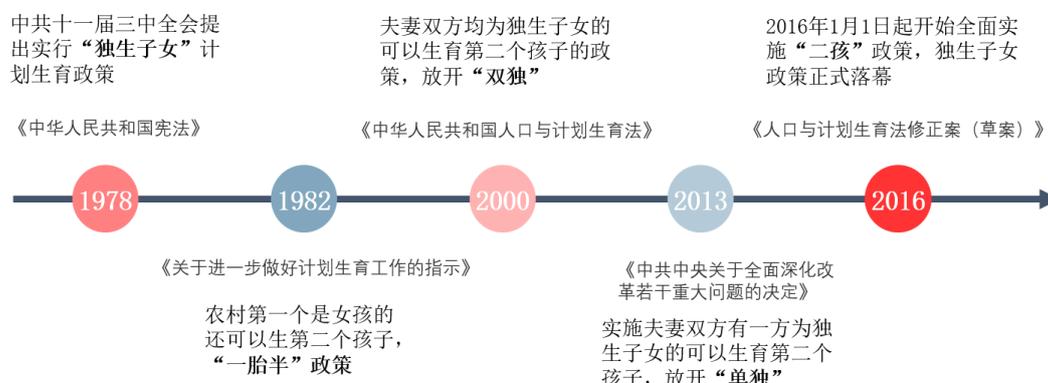
M.A.S早教课程是一门专门为1-2岁宝宝们定制的脑部发展课程，通过故事情节的引导，提高宝宝的专注力和语言能力。通过手工粘贴作品的制作和基础材料的探索，训练精细动作及手与脑的配合。在地毯时间里，不同的

[更多 >](#)

资料来源：纽约国际儿童俱乐部官网，中信建投证券研究发展部

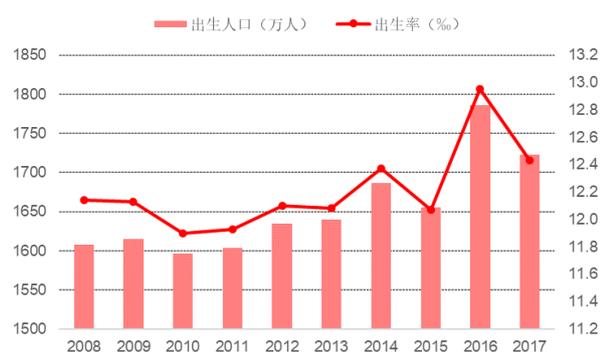
全面二胎政策大幕拉开，早教领域迎来政策利好。从 2000 年的“双独二孩”到 2011 年中国各地全面实施二胎政策，到 2013 年的“单独二孩”，再到 2016 年我国“全面二孩”政策的实施，近几年我国新出生儿人口数量总体上呈不断攀升趋势，从 2012 年的 1630 万人左右快速增加到 2017 年的 1720 万左右。

图表 27：1978 年以来我国生育政策主要变化情况



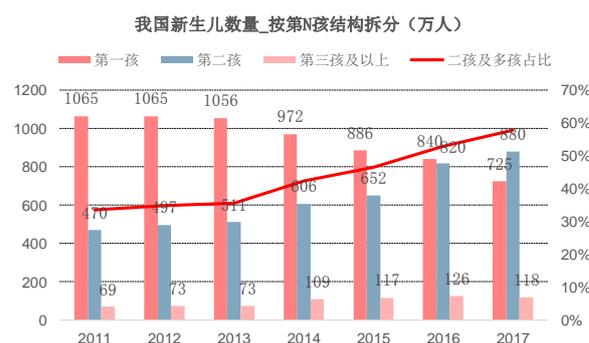
资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

图表 28：过去 10 年我国新生儿人口总体呈上升趋势



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

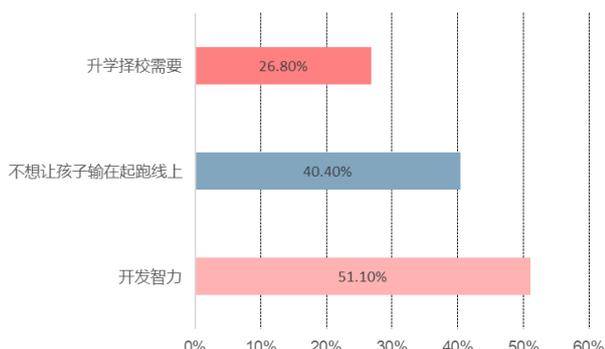
图表 29：我国新生儿人口的结构拆分



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

上海地区来看，早教（0-3 岁）市场渗透率近 4 成，幼教（3-6 岁）市场渗透率超 7 成，艺术类课程和开发智力是主要需求点。根据上海市质量协会用户评价中心发布的《上海幼儿早期教育（0-6 岁）状况调查》报告数据，0-3 岁孩子中有 39.9% 已开始上课，4-6 岁则有 73.5% 已参加培训班，在这些家庭中，有 59.3% 至少报名了 2 门课程，63.2% 的孩子每周参加课程时间为 1-2 个小时。从课程类型来看，选择各类艺术型培训课的比例最高达到 47%，其次是亲自游戏类（达到 46.5%）、学科类（达到 43.4%），从选择早教机构的原因来看，主要包括开发智力、不让孩子输在起跑线上、升学择校需要等。

图表 30：上海 0-6 岁幼儿家长选择早幼教机构的原因



资料来源：上海市质量协会用户评价中心，中信建投证券研究发展部

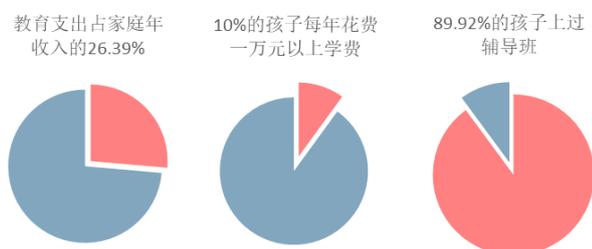
图表 31：上海 0-6 岁幼儿家长选报的课程类型



资料来源：上海市质量协会用户评价中心，中信建投证券研究发展部

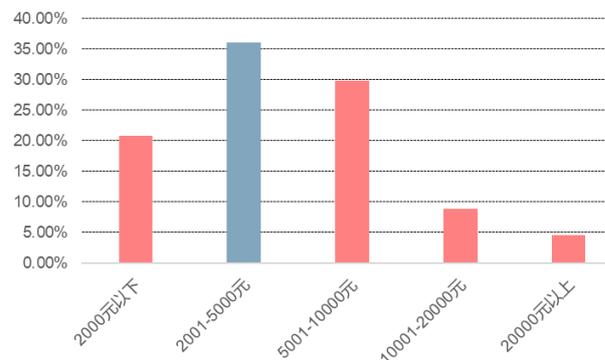
从新浪教育在全国抽样调研的数据来看，全国的家长们在学前教育的支出也逐年水涨船高。学龄前儿童的教育支出已占家庭年收入的 26.39%，全国 36.12% 学龄前儿童每年在辅导班花费 2001-5000 元，根据上海地区的抽样调研显示，参与早幼教培训的家庭平均花费更是达到了 17832 元。

图表 32：孩子 0-6 岁的全国抽样家庭教育消费现状



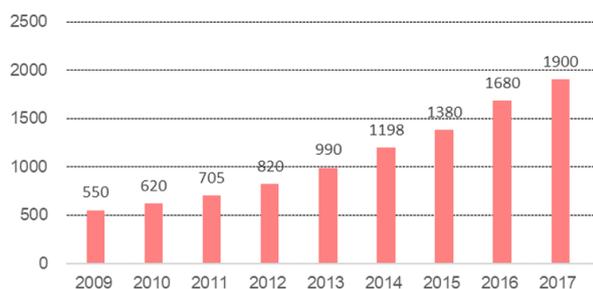
资料来源：新浪教育《2017 中国家庭教育消费白皮书》，中信建投证券研究发展部

图表 33：全国学龄前儿童在辅导班年花费区间占比

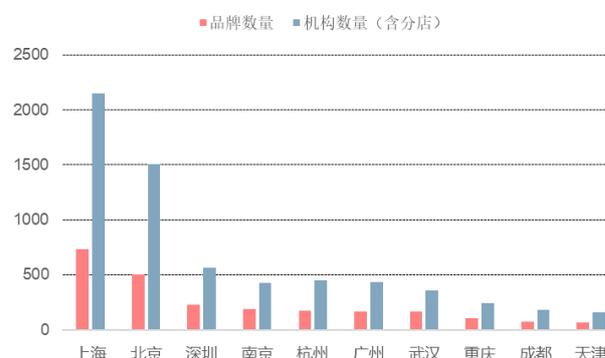


资料来源：新浪教育《2017 中国家庭教育消费白皮书》，中信建投证券研究发展部

消费升级背景下，二三线城市的早教市场仍有很大发展空间。2017 年我国早教市场已经突破 1900 亿元，目前一线城市最为发达，以上海地区为例，其早教市场中约有 729 个品牌，共开设了约 2151 家培训机构，远超全国所有其他城市，上海、北京、深圳之外的二线城市，相比一线城市仍有较大差距。

图表 34：2009-2017 年我国早幼教市场规模（亿元）


资料来源：新浪教育，中信建投证券研究发展部

图表 35：上海北京的早教品牌与机构数量全国领先


资料来源：爱早教网，中信建投证券研究发展部

根据家多易 2016 年度上半年的数据统计，全国 11400 余所早教机构中一线城市占全国比例达 15.1%，三四线城市的早教机构缺量巨大，行业仍有很大发展空间。今年 1 月，《中国早教蓝皮书》2018 年版发布了中国十大早教品牌排行榜，前十大机构在全国总计拥有 3600 余家门店，就门店数量而言 CR10 约为 30%，早教市场具备一定连锁化，比如美吉姆（400 余家）、金宝贝（360 余家）等。

图表 36：中国十大早教机构排行榜及品牌信息

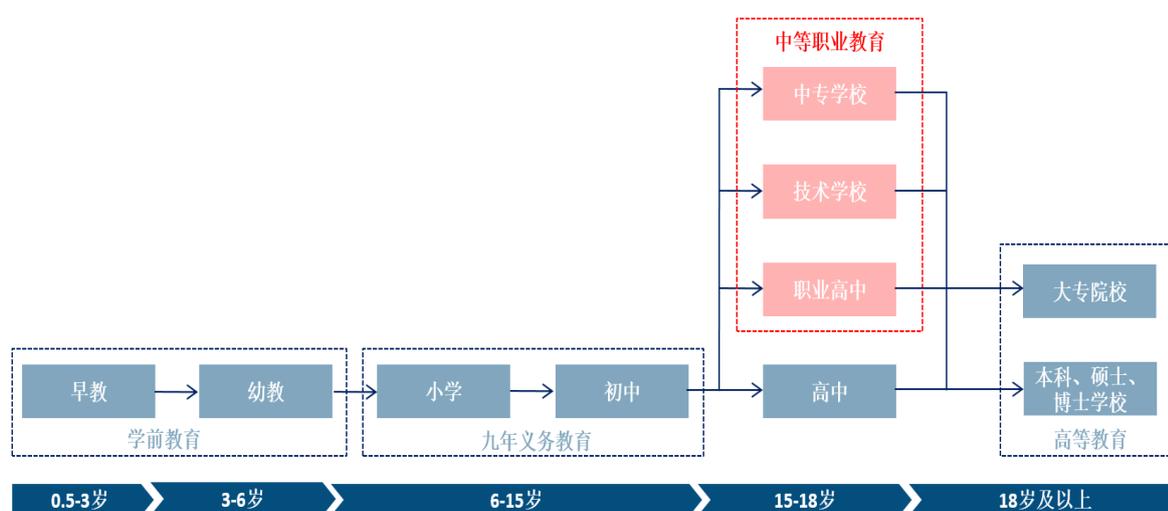
品牌	国家	成立时间	门店数量	主要课程
金宝贝	美国	1976 年成立，2003 年进入中国	360 余家	育乐、音乐、艺术、环球宝贝、生活技能、学校技能
美吉姆	美国	1983 年成立，2009 年进入中国	400 余家	欢动课、艺术课、音乐课
积木宝贝	中国	2010 年	180 余家	积木运动课、艺术探索课、创意百科课
东方爱婴	中国	1998 年	330 余家	IMTS、iKid play、iKid Music、iKid English
悦宝园	美国	2004 年成立，2010 年进入中国	400 余家	悦宝灵动、悦宝韵律、悦宝创意、悦宝英语
红黄蓝亲子园	中国	1998 年	946 家	i 入园过渡班、i 萌宝口才秀、i 入学准备班、i TMC 音乐课程、i 探索课程、i 思维课程、i 慧心父母课堂、i 动感咕咚
纽约国际	美国	2001 年成立，2012 年进入中国	80 余家	健身课、音乐课、艺术课、厨艺课、球类运动课、街舞课、芭蕾舞课、戏剧表演课、M.A.S 课、科学课
新爱婴	中国	2003 年	500 余家	按月龄、潜质、问题具体设置课程
爱乐	中国	1993 年	100 余家	IQ 智商课、EQ 情商课、FQ 财商课
bbunion				
亲亲袋鼠	澳大利亚	1982 年成立，1998 年进入香港，2004 年进入大陆，2013 年被美国幼儿科技教育品牌 VINCI 凡骐收购	70 余家	亲亲脑力课、亲亲美艺课、亲亲厨艺课、凡骐双语托班、凡骐英语

资料来源：各早教机构官网整理，中信建投证券研究发展部

展望 2019 年，民办学校领域建议重点关注高教板块

K12 培训之外，民办学校正迎来黄金发展期。按照学生的年龄阶段，学历教育一般可以分为**基础教育阶段**（一般 18 岁以下，K12 包括幼儿园、小学、初中、高中）以及**高等教育阶段**（一般 18 岁以上，大专、本科及研究生），其中基础教育阶段的小学 and 初中为义务教育。由于 2016 年修订的《民办教育促进法》明确规定了不得设立实施义务教育的营利性民办学校、2018 年 11 月出台的《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》禁止幼儿园资产上市，因此我们认为未来可以选择注册为营利性的高教板块在法律合规性方面更佳。

图表 37：我国学历教育主要分为高等教育和基础教育两块



资料来源：中信建投证券研究发展部

我国高等教育资源分布不均，欠发达省份毛入学率亟待提升。2016 年我国高等教育毛入学率为 42.7%，2017 年 1 月教育部发布的国家教育事业“十三五”规划要求到 2020 年我国高等教育毛入学率达到 50%水平，至 2017 年我国高等教育毛入学率提高到 45.7%，高校毛入学率亟待提升。

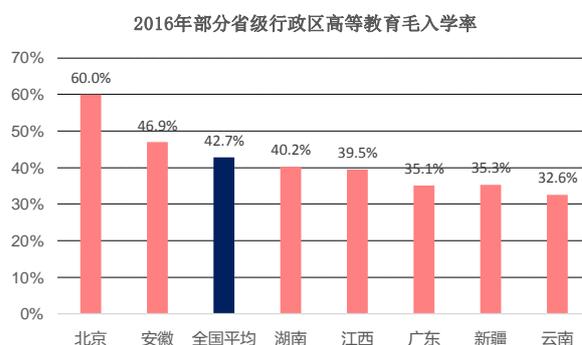
同时国内高校教育资源分布十分不均匀，公办“双一流”高校仍以北京、上海、南京、武汉、西安等少数城市为主，而部分教育欠发达省份和地区则面临优质高等院校很少，甚至高等教育的毛入学率也都处于较低水平，如 2016 年云南省高等教育毛入学率仅为 32.6%、新疆省为 35.3%、江西省为 39.5%，即使经济发达的广东省也仅为 35.1%，未来提升空间很大。从学生角度来看本科和具备特色的专科仍具备较强吸引力，2017 年我国高考人数 940 万人，广东、江西、广西、河南等省份本科录取率在 40%附近，考虑到全国平均只有约 50%人实现初中升高中，即上了本科意味着在学历方面超过 3/4 的同龄人。

图表 38：2017 年我国高等教育毛入学率为 45.7%



资料来源：教育部，中信建投证券研究发展部

图表 39：2016 年部分省份高校毛入学率仍不到 40%



资料来源：各省、市教育厅，中信建投证券研究发展部

图表 40：公办“双一流大学”主要还是集中在少数省市



资料来源：华夏高考网，中信建投证券研究发展部

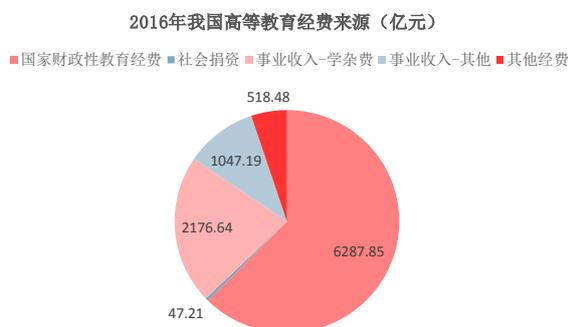
图表 41：部分省份的本科录取率和北京、江苏比差距较大



资料来源：中信建投证券研究发展部

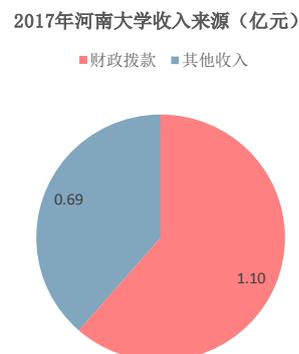
发展民办院校有助于减轻政府财政负担。2016 年我国高等教育总经费为 10124.65 亿元，其中学杂费占比 21.5%，国家财政性教育经费占比 62.1%，原因在于公办高校承担着公益性教育的重大使命，学费收取金额较低，而来自政府的补贴是主要资金来源。微观层面，以一个普通省级公立大学——河南大学为例，2017 年其收入为 1.79 亿元，其中财政拨款占比 40%左右，若仅以学费作为收入来源难以支撑公立大学的生存发展。

图表 42：2016 年我国高等教育经费来源



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

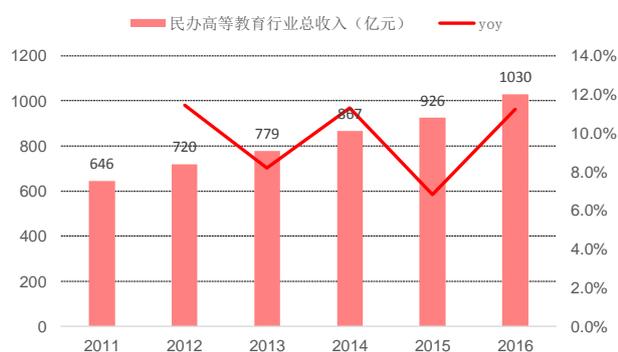
图表 43：2017 年河南大学收入来源 (亿元)



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

反观民办高校则有所不同，2016 年我国民办高等教育行业总收入达到 1030 亿元，从目前已经上市的民办高校来看，其净利率水平普遍在 20-50%之间，主要原因在于民办高校的学费一般是公立高校的 2-4 倍，民办学校在收取学生学费方面的放开有助于其提高收入、自身独立生产和发展，因此发展民办高校有助于减轻政府的教育经费支出压力。

图表 44：2016 年民办高等教育行业收入达到 1030 亿元



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表 45：11 家港交所上市民办学校 FY17 毛利率和净利率



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

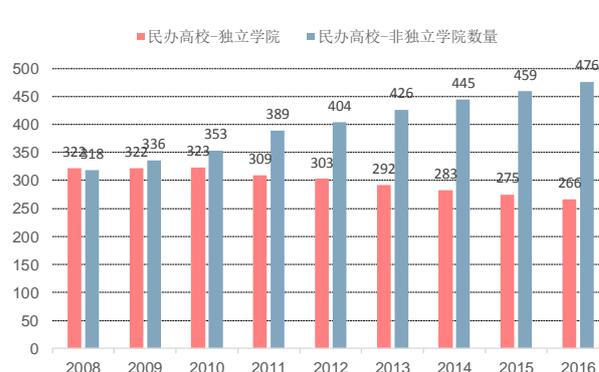
独立学院剥离增供给与上市公司并购。2016 年我国民办高校达到 742 所 (含独立学院 266 所)，民办高校总体占比并未有太大变化，但是其中独立学院数量正逐渐减少，在今年 8 月份司法部发布的《中华人民共和国民办教育促进法实施条例 (修订草案) (送审稿)》中也明确要求“禁止公办学校举办或者参与举办营利性学校，且公办学校不得以品牌输出方式获得收益”，未来独立学院的剥离将加速，从而给上市公司带来新的并购标的供给。以新高教集团、中教控股等公司上市为标志，上市后开始大规模并购，如新高教从 2011 年的 1 家学校发展到如今的 7-8 家高教院校。

图表 46：2016 年我国高等教育经费来源（亿元）



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表 47：2017 年河南大学收入来源（亿元）



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表 48：新高教集团是民办教育集团扩张的典范



资料来源：新高教集团，中信建投证券研究发展部

A 股相关标的

亚夏汽车——中公教育借壳上市，非学历职业就业培训龙头即将登陆 A 股

2018 年 11 月，上市公司亚夏汽车发布公告，其重大资产重组（重组上市）获证监会有条件通过，具体方案如下：

- (1) **资产置入与置出:** 上市公司通过向李永新等 11 名交易对方发行股份购买拟置入资产超出拟置出资产价值的差额部分, 价值 171.65 亿元, 需发行股份 46.90 亿股, 对应发行股价为 3.66 元/股。其中, **拟置入资产为:** 中公教育 100% 股权, 作价 185 亿元。**置出资产为:** 原有上市公司除保留资产以外的全部资产与负债, 作价 13.35 亿元 (经三季报分红后价格调整为 10.15 亿元), 由亚夏实业承接。
- (2) **老股转让:** 亚夏实业分别向中公合伙、中公教育实际控制人李永新转让上市公司股份 0.8 亿股、0.73 亿股。其中, 中公合伙以 10.15 亿元受让 0.8 亿股的股价为 12.69 元/股, 李永新以 10 亿元现金受让 0.73 亿股亚夏汽车股票, 对应股价为 13.76 元/股。
- (3) **业绩承诺:** 本次交易中李永新等 8 名业绩补偿承诺中公教育 2018、2019 及 2020 扣非后归母净利润数分别不低于 9.3 亿元、13 亿元和 16.5 亿元, 本次收购对应 2018 年估值为 20 倍 PE。
- (4) **补偿措施:** 若经注册会计师审核确认, 中公教育在三个会计年度内截至当期期末累积的实际净利润数未能达到补偿义务人承诺的截至当期期末累积承诺净利润数, 应由各补偿义务人按本次交易前持有中公教育股份数占所有补偿义务人在本次交易前合计持有中公教育股份数的比例承担补偿义务。所有补偿义务人优先以股份进行补偿, 当股份补偿总数达到本次发行股份购买资产发行的股份总数的 90% 后, 由所有补偿义务人以现金进行补偿。当期补偿金额 = (截至当期期末累积承诺净利润数 - 截至当期期末累积实现净利润数) ÷ 利润补偿期限内各年的承诺净利润数总和 × 中公教育本次交易作价 - 累积已补偿金额。
- (5) 本次交易完成后, 上市公司实际控制人变更为李永新和鲁忠芳, 合计持股比例为 58.77%, 亚夏实业不再持有上市公司股份, 上市公司主要资产变更为中公教育 100% 股权。

图表 49: 此次重组上市公司和标的方财务数据对比 (单位: 万元)

	亚夏汽车	中公教育	交易金额	计算依据	指标占比
资产总额	462783.93	323475.45	1850000	1850000	399.75%
资产净额	191206.28	100031.4	1850000	1850000	967.54%
营业收入	666437.3	403125.73	-	403125.73	60.49%
净利润	7345.35	52483.72	-	52483.72	714.53%
发行股份数 (股)	820335960	-	-	4659934697	568.05%

资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

中公教育是国内非学历职业就业培训龙头, 主要向大学毕业生提供公务员、事业单位、教师等泛公职的招录培训。截至 2018 年 4 月 30 日, 中公教育已覆盖 31 个省市自治区 319 个地级行政区, 拥有 619 个直营分支机构, 全职授课教师 7264 名, 员工总人数 2.26 万人, 在北京地区市场占有率达到 30%, 其他地区市占率亦处于领先地位。

图表 50：中公教育主要从事公务员等各类泛公职考试培训

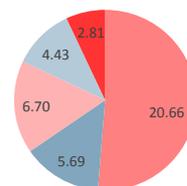


资料来源：中公教育官网，中信建投证券研究发展部

图表 51：2017 年公务员招录培训占中公教育收入过半

2017年中公教育各培训领域收入（亿元）

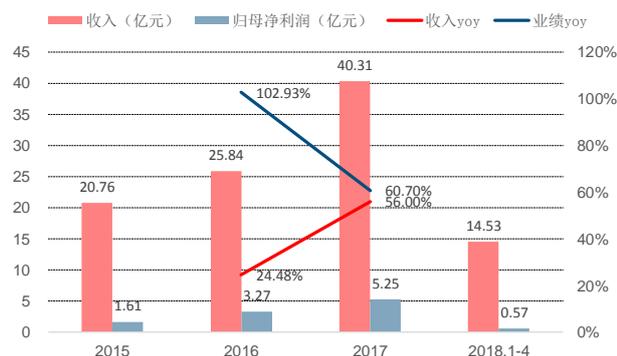
■ 公务员招录培训 ■ 事业单位招聘培训
■ 教师招录及教师资格培训 ■ 其他培训（面授）
■ 线上培训



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

2017 年中公教育实现收入 40.31 亿元，同比增长 56.0%，归母净利润 5.25 亿元，同比增长 60.7%。2017 年底直营分支机构达到 582 个，同比增长 31.1%。作为中公教育的主要培训方式，2017 年面授培训占收入比重为 93.0%，面授培训次数达到 88.24 万人次，同比增长 42.5%。

图表 52：最近 3 年中公教育收入和业绩快速增长



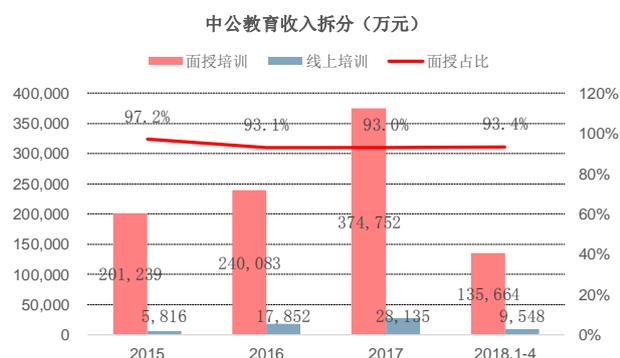
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表 53：中公教育分支机构数量和单个机构收入不断提升



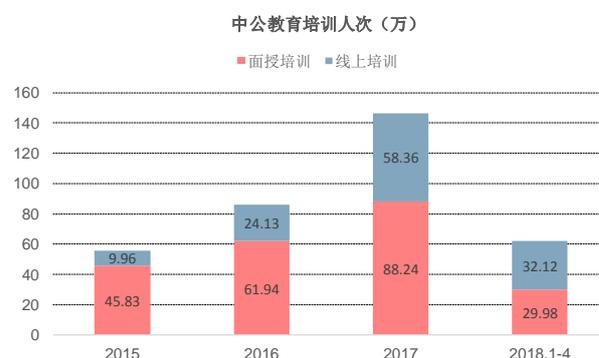
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表 54：线下面授培训是中公教育主要收入来源



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表 55：中公教育线下与线上培训人次快速增长



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

中公教育主要面授培训领域包括：中央机关及其直属机构公务员招录培训、地方公务员招录培训、事业单位招录培训、教师招录及教师资格培训（教考培训）等，囊括大班授课、小班教学、一对多、一对一等多种形式。

图表 56：中公教育的主要培训方向

中央机关及其直属机构公务员招录培训	针对国家部、委、署、总局等中央国家机关及直属机构招录工作人员的要求，提供全面、多层次的专业辅导，提升学员行政职业能力、申论等多方面的能力和综合素质。	符合招录要求的人员，一般要求年龄在 35 周岁以下，全国范围内本科应届、往届毕业生，部分职位要求硕士研究生和英语四级、计算机二级。
地方公务员招录培训	针对各省或地方各级机关、社团招录机关工作人员和国家公务员的要求，提供全面、多层次的专业辅导，提升学员行政职业能力、申论、综合基础知识等多方面的能力和综合素质。	符合招录要求的人员，一般要求年龄在 35 周岁以下，本科及以上学历、往届毕业生，少数职位可以大专以上学历。部分省份对考生户籍有限制要求。
事业单位招录培训	针对全国各级事业单位的招录要求，提供全面、多层次的专业辅导，提升学员公共基础知识、行政职业能力测验、申论写作、岗位专业知识等多方面的能力和综合素质。	符合招录要求的人员，一般要求年龄在 35 周岁以下，专科及以上学历的应届或往届毕业生，部分岗位要求有相关证书以及工作经验，对于高层次人才引进一般年龄放宽到 45 周岁以下。
教师招录培训	针对各省教育局或地方各幼儿园、中小学、大学等单位的招聘要求，提供全面、多层次的专业辅导，提升学员教育基础知识、学科专业知识、教育综合知识、综合基础知识等多方面的能力和综合素质。	符合招聘要求的人员，一般要求年龄在 18-35 周岁，具备相应教师资格证书的高等师范院校和其他全日制普通高校本科应届、往届毕业生。部分招聘对考生户籍有限制要求。
教师资格培训	针对教育部对教育行业从业必备证书的考试要求，提供全面、多层次的专业辅导，提升学员保教知识与能力、教育教学知识与能力等多方面的专业能力和综合素养	未达国家法定退休年龄，具备《教师法》规定的合格学历，且申请幼儿园、小学、初级中学、高级中学、中等职业学校教师资格的人员。大部分省份对考生户籍或工作单位（在读学校）有限制要求。
医疗卫生类资格培训	针对国内医疗卫生行业从医资格准入证书、国家药学技术人员从业准入证书、国内护士护理人员从业准入证书和卫生专业技术资格的考试要求，提供全面、多层次的专业辅导，提升学员所涉及各领域的专业知识素养和实际操作能力。	具备相关学历、符合相应工作年限的从业人员。

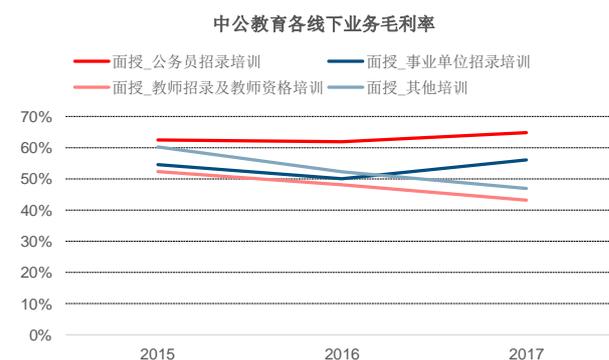
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

公务员招录面授培训是公司核心业务，收入增长得益于培训人次增长和单价提升。2017 年中公教育的公务

员招录培训（面授）收入为 20.66 亿元，收入占比为 51.3%，收入同比增长 35.1%；培训人次为 37.3 万，同比增长 17.4%；每人平均收入为 5822 元，同比提升 5.2%。教师招录及教师资格面授培训收入增速最快，2017 年为 6.7 亿元，同比增长 100.1%，但其毛利率仅为 43.17%，低于公务员招录培训 64.94%的毛利率。事业单位招聘培训 2017 年收入为 5.69 亿元，同比增长 91.1%。医疗卫生、电网电力等其他招录培训考试收入为 4.43 亿元，同比增长 85.6%。

图表 57：中公教育线下培训业务中教考培训人次增速最快

图表 58：教考毛利率要低于公务员招录培训



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表 59：教师招录及教师资格线下培训快速增长

图表 60：面授培训协议班是中公教育主要班型



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

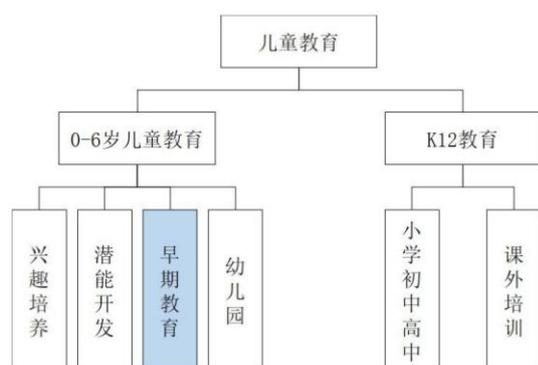
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

三垒股份——收购早教龙头美吉姆，二三线城市下沉仍有巨大空间

2018 年 11 月 29 日，上市公司三垒股份发布公告已完成对美吉姆股东变更。此次收购美吉姆作价 33 亿元，全部现金交易，其中：上市公司拟出资 70%，合计 23.10 亿元；第三方投资者拟出资 30%，合计 9.90 亿元，本次交易不构成重组上市。交易共分 5 期支付现金，第一期仅支付 6.6 亿元，第二期 10.4 亿元（完成工商变更）、第三期 4 亿元（18 年底）、第四期 4 亿元（19 年 6 月）、第五期 8 亿元（19 年底）。标的方股东在收到第二期交易款后在 12 个月内增持三垒股票，不低于 9.9 亿元，不高于上市公司股份 18%，2018、19、20 年完成业绩承

诺后解锁 40%、30%、30%。

图表 61：美吉姆主要从事早教领域培训



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表 62：美吉姆获《Entrepreneur》2017 特许经营 200 强



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

标的公司主要依托“美吉姆”早教品牌相关知识产权、课程及运营体系等内容，向早教中心提供广泛的授权加盟服务并收取特许经营服务费，以及通过 2 家早教中心向学员销售课程及提供教学服务，以及向早教中心销售产品。美吉姆早教课程主要包括欢动课、艺术课和音乐课。截至 2018 年 6 月 30 日，美杰姆签约早教中心共有 389 家，其中加盟中心 387 家，直营中心 2 家。其中，一线城市 70 家、二线城市（省会及部分经济发达城市）207 家、三线及以下为 112 家。

图表 63：美吉姆早教课程主要包括欢动课、艺术课、音乐课

欢动课	科学的体能运动、有趣的益智游戏和适量的竞技活动	阶段一（6 周-6 个月）	运动、歌曲、舞蹈及多种适合婴儿的骑乘和秋千游戏等
		阶段二（7-13 个月）	入门级的身体伸展性、翻跟头、平衡能力和敏捷性技巧的锻炼，歌曲、舞蹈及各种适合婴儿的骑乘和冒险游戏等
		阶段三（14-22 个月）	歌曲、舞蹈、手偶表演、骑乘、游戏等
		阶段四（23 个月-2 岁半）	歌唱、舞蹈、手偶表演、骑乘游戏和“惊喜时刻”等
		阶段五（2 岁半-3 岁半）	初级运动技巧、精细动作和大动作的熟练程度以及操作性技巧的练习
艺术课	绘画、雕塑、版画、拼贴、印染、动画、建筑等		
音乐课	Lap song、手指游戏、稳定节拍的感受和练习、器乐自由演奏、无歌词吟唱、自由舞蹈、现场即兴表达等		

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表 64：美吉姆艺术课程覆盖 20 个月-6 岁孩子



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

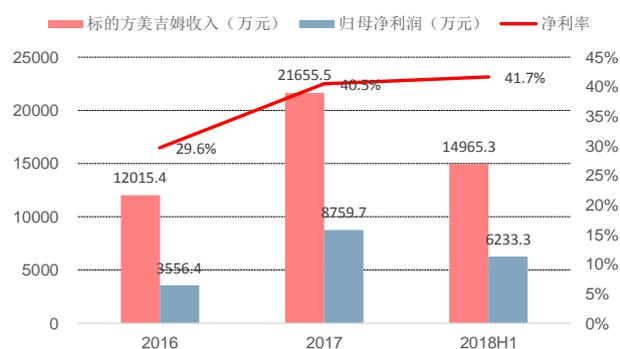
图表 65：美吉姆音乐课采用美国 Music Together 课程体系



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

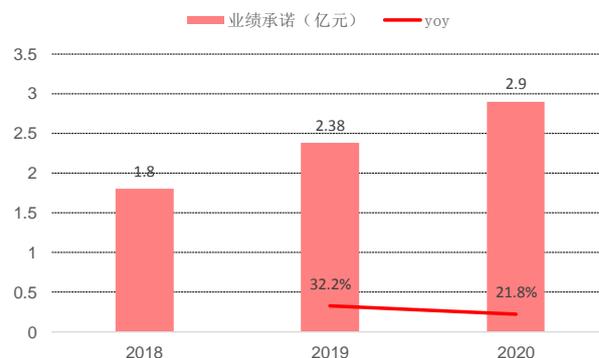
2018 年上半年标的方美吉姆收入为 1.50 亿元，归母净利润为 0.62 亿元，净利率为 41.7%。本次收购的业绩承诺为 2018、2019、2020 年标的实现净利润分别不低于人民币 1.80 亿元、2.38 亿元、2.90 亿元。（在计算标的公司 2018 年度承诺净利润与实际净利润时，假设其已经于 2018 年 1 月 1 日完成了业务重组以及标的公司直营中心剥离事宜）。

图表 66：美吉姆收入利润快速增长



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表 67：美吉姆业绩承诺较高

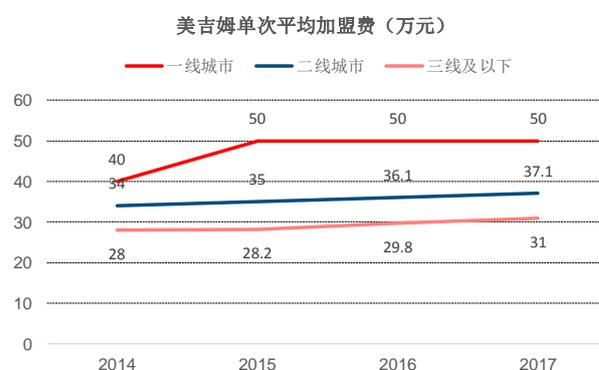


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

从收费模式来看，标的公司向加盟早教中心提供服务获得的收入主要包括初始授权费（30-50 万）、持续授权费（10 万左右）和市场推广费（权益金&推广基金收入指加盟早教中心在加盟期间按其总收入的 9%缴纳）。2017 年特许经营加盟费是公司主要收入来源，占比为 65%。

图表 68：特许经营加盟费是标的方主要收入


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表 69：美吉姆的加盟费不菲


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

从美吉姆 2016 年以来的成长来看，二三线城市的网点数量快速增加是增长主要驱动力。2016、2017、2018H1 美吉姆二线城市经营满一年的网点数量分别为 100、134、167 个，三线城市经营满一年的网点数量分别为 43、66、87 个，预计二三线城市早教渗透率未来仍将继续提升。

图表 70：美吉姆在二三线城市加盟网点快速增加

城市	项目	2016 年	2017 年	2018 年 1-6 月
一线	经营满一年中（个）	37	46	55
	会员人均单价（元）	14900	16900	18600
	单中心会员量（人）	761	757	283
	退费率	4.15%	3.12%	3.99%
二线	经营满一年中心量（个）	100	134	167
	会员人均单价（元）	11700	12600	13700
	单中心会员量（人）	560	614	245
	退费率	2.56%	2.79%	3.14%
三线及以下	经营满一年中心量（个）	43	66	87
	会员人均单价（元）	10200	10900	11900
	单中心会员量（人）	372	450	186
	退费率	2.17%	1.91%	2.04%
综合开班饱和率		30.98%	31.82%	35.47%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

分析师介绍

陈萌：中信建投海外前瞻研究首席分析师，中信建投中小市值首席分析师。从事中小市值研究5年，理学金融复合背景，擅长把握新兴产业边际改善投资机会及产业跨界研究，2017、2015年“新财富”中小市值研究第三名、2016年“新财富”中小市值研究入围奖。

研究助理 **叶乐：**毕业于复旦大学金融硕士专业，2016年加入中信建投证券，2017年“新财富”最佳分析师中小市值第3名团队成员，对接教育产业和新消费产业研究。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
高思雨 gaosiyu@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn
朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛姣 xuejiao@csc.com.cn
许敏 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn
许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859