

建议关注中公教育股价超跌机会

——教育行业跨市场周报（第 55 期）

行业周报

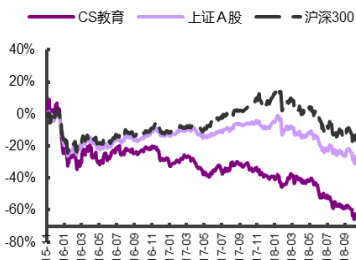
分析师

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

联系人

贾昌浩
jiachanghao@ebsec.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 54 期）——中国东方教育赴港上市，建议关注中公教育投资机会……2018-12-07
- 2.教育行业跨市场周报（第 53 期）——培训新政同步规范线上机构，长期建议关注中公教育……2018-12-02
- 2.教育行业跨市场周报（第 52 期）：——在线教育开启上市热潮，新东方在线通过港交所聆讯……2018-11-25
- 3.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
- 4.教育行业跨市场周报（第 50 期）——积极配置 A 股教育行业，建议关注低估价值百洋股份……2018-11-11
- 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 4.06%，跑输创业板指 (vs-2.28%)、跑输沪深 300 (vs-0.49%)。截至 2018 年 12 月 14 日，A 股重点公司 18/19 年 PE 为 26x/22x；港股重点公司 FY18/FY19 年 PE 为 20X/15X；美股重点公司 FY18/FY19 年 PE 为 36X/28X。A 股周涨幅前三名的公司是：松发股份 (+12.52%)、科斯伍德 (+6.44%)、视源股份 (+2.78%)。

◆**重要事件：卓越教育将于 12 月 27 日在联交所上市。**

卓越教育是华南地区最大 K12 线下教育机构，教育服务产品涵盖 K12 各年级所有核心课，包括提供小班教学及个性化辅导服务的优学项目、全日制备考项目，课外兴趣培训项目为英才项目，包括“卓越大语文”、“巧问教育”、“少儿英语”等服务。据招股说明书，卓越教育集团 2015 -2017 年营业收入分别为 7.60/8.96/11.42 亿元，净利润分别 6690/7328/9104 万元，三年毛利率稳定在 42%左右。截至 2018 年 6 月 30 日，卓越教育在全国 10 余个城市布局 213 家教学中心，旗下全职教师 2750 名，2015 年至 2018 年上半年，累计辅导超过 29 万名学生，提供总辅导课时 1118 万小时。

成本方面，2018 年上半年，销售成本占总营收的 57.7%，员工薪酬及福利支出占销售成本的 69.6%，由于线下分支机构的扩张，2018 年上半年，教育中心租金成本比例提高，占总营收的 20.3%。学费方面，平均辅导费保持稳定增长。2015-2017 年及 2018 年上半年，优学项目中的小班辅导费分别为 59 元、61 元、64 元、74 元/课时，个性化辅导分别为 202 元、212 元、226 元、243 元/课时；英才项目平均辅导费分别为 67 元、57 元、63 元、80 元/课时；全日制辅导课程中每位学生平均辅导费为 18649 元、20484 元、20632 元及 21928 元。

◆**重要事件：沪江教育科技更新招股书，2018 年前三季度亏损收窄。**

互联网在线教育公司沪江教育科技有限公司近日更新招股书，沪江主要课程内容包括 K12 应试培训课程、大学生课程、英语交流技能课程、其他语言课程等，旗舰课程包括沪江留学资格考试课程、沪江考研课程、沪江日语课程及 Hitalk 课程，截至 2018 年 8 月 31 日，平台累计挂网 92415 门课程。2018 年前 8 个月，沪江教育总收入为 4.36 亿元，绝大部分来自自有课程业务。2015-2017 年及 2018 年前 8 个月，自有课程业务毛利率分别为 51.8%、58.2%、60.8%、61.8%，盈利能力稳步提升。

2015 -2017 年，沪江亏损净额分别为人民币 2.80/4.22/5.37 亿元，2018 年前 8 个月净亏损 8.63 亿元，扣除约 4.6 亿股份支付相关费用及 0.2 亿上市费用，2018 年前 8 个月实际亏损约 3.8 亿元，占同期营收 87%，低于 2017 年的 97%，亏损呈现收窄趋势。平台流量及学费方面，2015-2017 及 2018 年前 8 个月，自营课程全站交易净额分别为 2.97/5.00/7.29/5.22 亿元，购买正式课程的学生人次分别为 2.05/2.33/2.94/1.88 亿人次，平均每名正式课程价格分别为 1452/2148/2483/2774 元/人次。

◆**教育行业投资建议。**我们维持年初至今对于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.SZ)**、教育信息化龙头**视源股份(002841.SZ)**、**三垒股份/美杰姆教育(002621.SZ)**，建议关注在线教育龙头**新东方在线(H00947.HK)**和职业教育技能培训龙头**中国东方教育控股(H01072.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。

◆**核心观点：K12 课外培训整改持续或将成新常态，长期关注中公教育。**

2018 年 12 月 13 日教育部召开专场发布会披露最新整改结果。截止 2018 年 12 月 12 日，全国共排摸校外培训机构 40 万所，存在问题的 27 万所，已经完成整改 25 万所，完成整改率达 90%。

北京等地对课外培训机构的督查将持续进行。北京近期在 K12 校外培训机构治理方面持续跟进，包括叫停违规变相举办的学科类竞赛；学而思、金钥匙等违规培训机构进行现场执法；创新管理、探索用 app 和面部识别等监控设备对培训机构进行全程监督等。北京以黄庄地区为重点，持续整改 26 个热点地区。目前已经整改培训机构 7079 家，整改进度达 93.67%。11 月开始北京陆续公布 474 家机构白名单和 51 家黑名单，累计开展执法 4782 次，责令整改 943 次，对 231 家机构实施行政处罚、责令停止办学。目前第一轮集中督查已基本完毕，第二轮督查将于 2019 年 1 月进行。

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.SZ 美杰姆教育）；成人领域建议关注中公教育 002607.SZ、华图教育、百洋股份 002696.SZ。

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 390 亿元市值对应 2018-2020 年 P/E 约 41x、29x 和 23x。

三垒股份（002621.SZ 美杰姆教育）完成对美杰姆并购，A 股迎来早教龙头，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 33x 和 29x，维持“买入”评级。

三垒股份具体观点请见我们于 2018 年 12 月 6 日外发的点评报告《美杰姆过户完成，A 股迎早教龙头——三垒股份(002621.SZ)重大事项点评》。

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在线教育行业：K12 在线直播王牌赛道，建议积极关注新东方网（H00947.HK）未来的投资机会。

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网（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。

五、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。

风险因素。政策风险、市场竞争加剧风险。

目 录

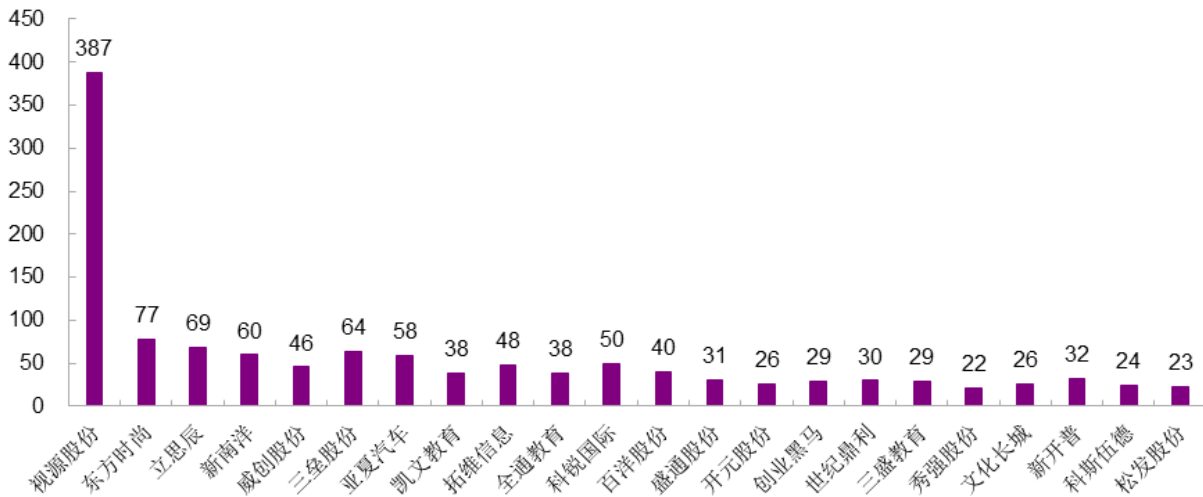
1、 教育行业跨市场表现回顾	6
1.1、 A 股教育行业表现回顾（1210~1214）	6
1.2、 港股教育行业表现回顾（1203~1207）	7
1.3、 美股中概股教育行业表现回顾（1210~1214）	9
1.4、 新三板教育行业表现回顾（1210~1214）	10
1.5、 一级市场教育行业融资总结（1210~1214）	11
2、 教育行业评级分析和投资策略	12
2.1、 估值分析	12
2.2、 投资建议	12
3、 风险因素	13
4、 上周重点报告	13
4.1、 中国东方教育赴港上市，建议关注中公教育投资机会——教育行业跨市场周报（第 54 期）	13
5、 上市公司重要公告	17
5.1、 A 股教育上市公司重要公告	17
5.2、 海外教育上市公司重要公告	17
6、 业内动态	18

1、教育行业跨市场表现回顾

1.1、A股教育行业表现回顾（1210~1214）

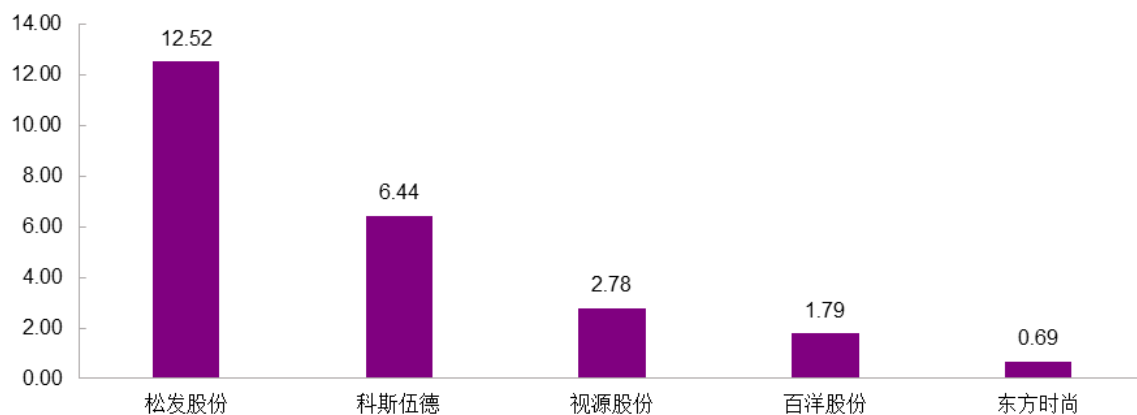
市场回顾。上周（2018年12月10日至2018年12月14日），A股教育行业22家重点公司中5家公司上涨，涨幅前三名为松发股份、科斯伍德、视源股份，涨幅分别为+12.52%、+6.44%、+2.78%。

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12月14日市值

图2：A股教育行业公司涨幅榜前5名（单位：%）



资料来源：Wind，光大证券研究所注：时间区间为2018年12月10日到2018年12月14日

表 1: A 股教育行业重点公司列表

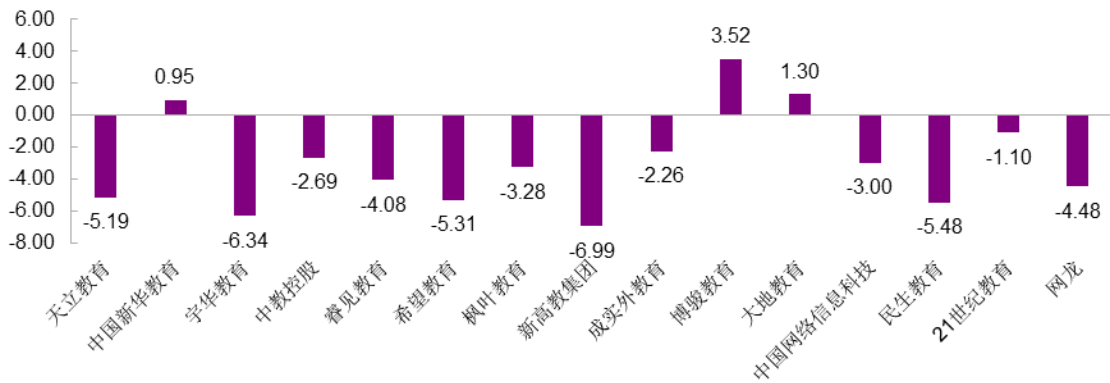
行业	公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (X)			
					2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
信息化	视源股份	002841.SZ	387	59.10	1.06	1.47	1.99	2.62	56	40	30	23
培训	百洋股份	002696.SZ	40	10.21	0.29	0.54	0.67	0.82	35	19	15	12
培训	文化长城	300089.SZ	26	5.50	0.13	0.46	0.55	0.63	42	12	10	9
培训	开元股份	300338.SZ	26	7.46	0.47	0.53	0.71	0.88	16	14	11	8
培训	盛通股份	002599.SZ	31	9.61	0.29	0.48	0.65	0.79	33	20	15	12
信息化	全通教育	300359.SZ	38	6.01	0.10	N/A	N/A	N/A	60	N/A	N/A	N/A
信息化	三盛教育	300282.SZ	29	11.65	0.09	0.58	0.60	0.64	N/A	20	19	18
培训	三垒股份	002621.SZ	64	18.45	0.05	0.11	0.56	0.64	N/A	N/A	33	29
学校	凯文教育	002659.SZ	38	7.69	0.05	0.06	0.29	0.55	N/A	N/A	26	14
信息化	拓维信息	002261.SZ	48	4.32	0.06	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
信息化	立思辰	300010.SZ	69	7.86	0.23	0.24	0.26	0.28	34	33	30	28
信息化	佳发安泰	300559.SZ	50	35.61	1.02	1.40	1.81	2.27	35	25	20	16
学校	威创股份	002308.SZ	46	5.02	0.22	0.26	0.32	0.38	23	19	16	13
学校	秀强股份	300160.SZ	22	3.67	0.19	N/A	N/A	N/A	19	N/A	N/A	N/A
培训	创业黑马	300688.SZ	29	41.97	0.83	0.77	0.88	0.97	51	54	48	43
其他	科锐国际	300662.SZ	50	27.75	0.47	0.62	0.83	1.05	59	45	34	26
培训	新南洋	600661.SH	60	20.85	N/A	0.51	0.67	0.87	N/A	41	31	24
其他	松发股份	603268.SH	23	18.33	0.52	N/A	N/A	N/A	35	N/A	N/A	N/A
其他	科斯伍德	300192.SZ	24	9.91	0.02	0.52	0.44	0.54	N/A	19	23	18
培训	东方时尚	6033 7.SH	77	13.14	0.56	0.48	0.59	0.71	23	28	22	18
培训	世纪鼎利	300050.SZ	30	5.50	0.21	N/A	N/A	N/A	26	N/A	N/A	N/A
信息化	新开普	300248.SZ	32	6.62	0.37	0.51	0.69	0.93	18	13	10	7
信息化	亚夏汽车	002607.SZ	58	7.13	0.09	0.09	0.10	0.10	79	79	71	71
平均									38	30	26	22

资料来源: Wind, 光大证券研究所注: (1) 股价为 2018 年 12 月 14 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 (1203~1207)

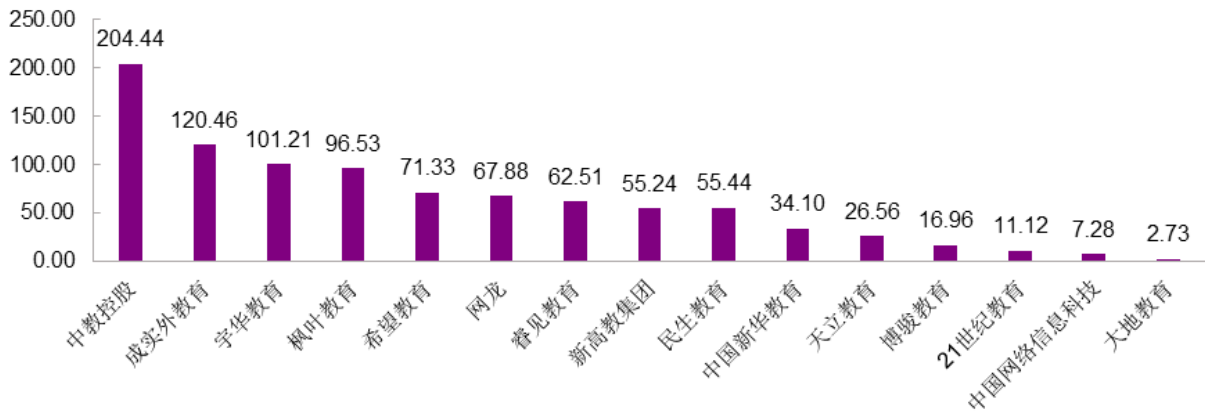
市场回顾。上周 (2018 年 12 月 10 日至 2018 年 12 月 14 日), 港股中概股教育行业 15 家公司中 3 家公司股价上涨。

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 12 月 10 日至 2018 年 12 月 14 日

图 4: 港股教育行业公司市值 (单位: 亿港元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所数据为 2018 年 12 月 14 日市值

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	120	3.90	12	367	437	586	770	33	28	21	16
成实外教育	1565.HK	68	12.78	12	-25	234	350	400	N/A	29	19	17
枫叶教育	1317.HK	97	3.24	8	487	600	764	955	20	16	13	10
宇华教育	6169.HK	101	3.10	8	372	559	769	878	27	18	13	12
希望教育	1765.HK	55	1.38	12	311	389	483	548	18	14	11	10
睿见教育	6068.HK	63	3.06	8	237	360	459	589	26	17	14	11
网龙	0777.HK	204	10.12	12	513	787	1020	1171	40	26	20	17
新高教集团	2001.HK	34	2.12	12	212	267	316	370	16	13	11	9
民生教育	1569.HK	55	3.86	12	279	369	488	612	20	15	11	9
中国新华教育	2779.HK								25	20	15	12
天立教育	1773.HK	120	3.90	12	367	437	586	770	33	28	21	16
博骏教育	1758.HK	68	12.78	12	-25	234	350	400	N/A	29	19	17
21世纪教育	1598.HK	97	3.24	8	487	600	764	955	20	16	13	10
中国网络信息科技	8055.HK	101	3.10	8	372	559	769	878	27	18	13	12
大地教育	8417.HK	55	1.38	12	311	389	483	548	18	14	11	10

平均	63	3.06	8	237	360	459	589	26	17	14	11
----	----	------	---	-----	-----	-----	-----	----	----	----	----

资料来源: Wind, 光大证券研究所注: (1) 股价为 2018 年 12 月 14 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; (4) 枫叶教育、宇华教育、睿见教育 2018 年净利润为财报数据

表 3: 港股教育行业部分重点公司 EV/EBITDA 估值列表 (单位: 港元)

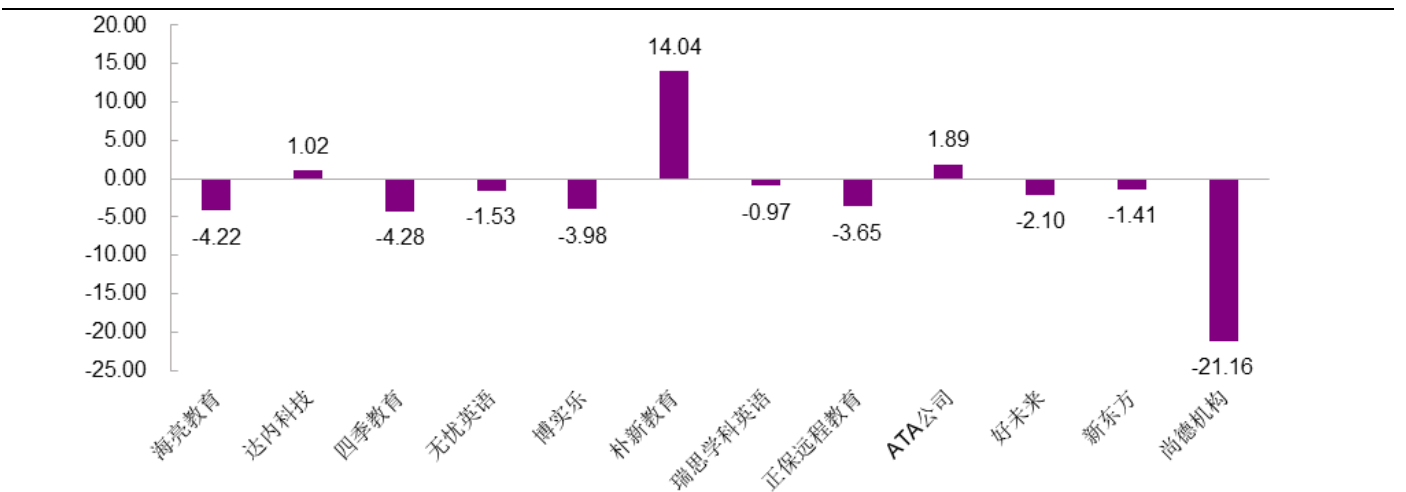
公司简称	股票代码	市值 (亿港元)	股价 (RMB)	PE			EV (亿元)	EV/EBITDA		
				FY2017	FY2018E	FY2019E		FY2017	FY2018E	FY2019E
中教控股	0839.HK	204	180	27	21	18	169	29	20	16
枫叶教育	1317.HK	97	85	16	12	10	67	13	11	9
宇华教育	6169.HK	101	89	19	14	12	78	20	13	9
成实外教育	1565.HK	120	106	28	21	16	110	25	20	16
希望教育	1765.HK	71	63	22	12	9	89	18	18	13
民生教育	1569.HK	55	49	14	12	10	33	10	9	7
睿见教育	6068.HK	63	55	18	13	11	67	19	14	10
新高教集团	2001.HK	55	49	15	11	9	59	18	14	10
中国新华教育	2779.HK	34	30	13	11	9	19	8	7	6
平均				19	14	12		18	14	11

资料来源: Wind, 光大证券研究所注: (1) 股价为 2018 年 12 月 14 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 (1210~1214)

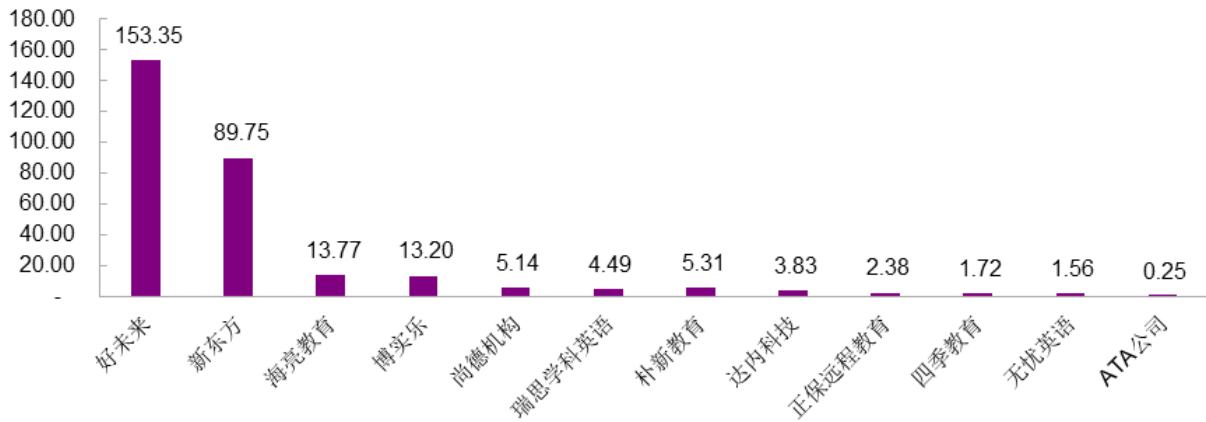
上周 (2018 年 12 月 10 日至 2018 年 12 月 14 日), 美股中概股教育行业 12 家公司中 3 家公司股价上涨。

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 12 月 10 日至 2018 年 12 月 14 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：数据为 2018 年 12 月 14 日市值

表 4：美股教育行业重点公司列表（单位：美元）

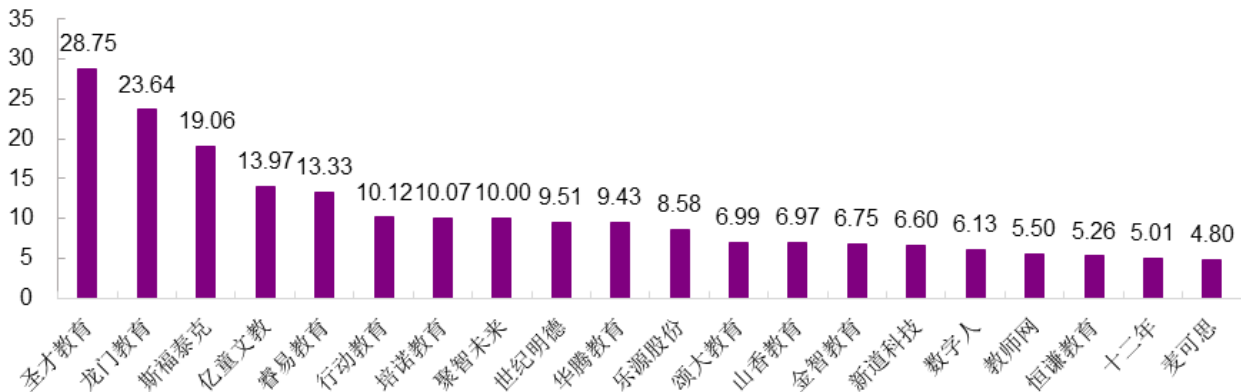
公司简称	股票代码	市值 (亿美元)	股价 (美元)	截止 月份	净利润 (百万美元)			PE (X)		
					FY17	FY18E	FY19E	FY17E	FY18E	FY19E
新东方	EDU.N	90	56.69	5	274	296	300	33	30	30
好未来	TAL.N	153	27.05	2	117	198	275	131	77	56
达内科技	TEDU.O	4	6.92	12	42	54	70	9	7	5
博实乐	BEDU.N	13	10.37	8	26	44	66	51	30	20
海亮教育	HLG.O	14	53.40	6	25	N/A	N/A	55	N/A	N/A
正保远程教育	DL.N	2	7.13	9	15	N/A	N/A	16	N/A	N/A
瑞思学科英语	REDU.O	4	8.17	12	-7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
平均								49	36	28

资料来源：Wind，光大证券研究所注：（1）股价为 2018 年 12 月 14 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（1210~1214）

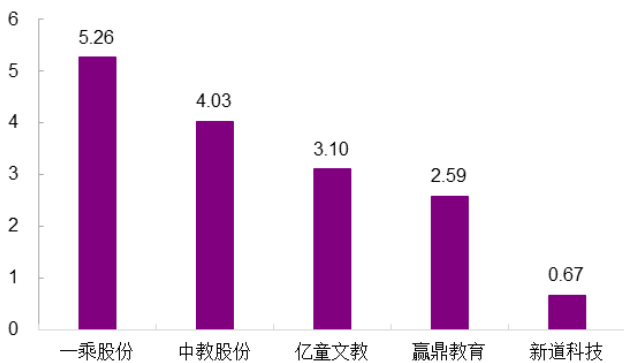
新三板教育行业表现回顾。新三板教育板块共有 210 家公司。上周(2018 年 12 月 10 日至 2018 年 12 月 14 日)，21 家公司构成的做市板块中有 8 家发生交易，187 家公司构成的竞价板块中有 5 家发生交易。目前创新层板块共有 19 家公司，基础层板块共有 188 家公司。

图 7：新三板教育行业市值前 20 名（单位：亿元）



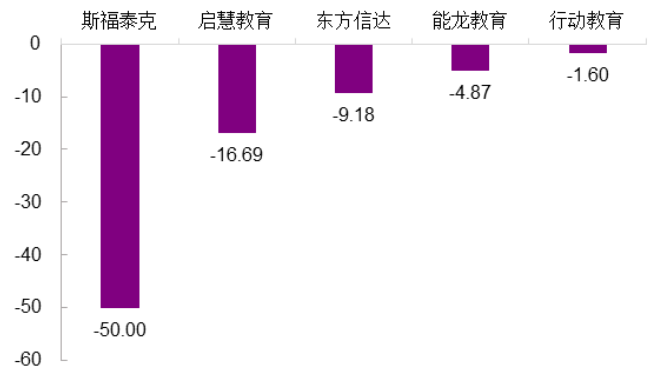
资料来源：Wind，光大证券研究所注：数据为 2018 年 12 月 14 日市值

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：时间区间为 2018 年 12 月 10 日至 2018 年 12 月 14 日

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：时间区间为 2018 年 12 月 10 日至 2018 年 12 月 14 日

1.5、一级市场教育行业融资总结（1210~1214）

上周（2018 年 12 月 10 日至 2018 年 12 月 14 日），7 家一级市场教育公司获得融资。（1）12 月 10 日，玖胜·云智联获得 340 万元天使轮融资，蓝宙科技获得千万元级天使轮投资；（2）12 月 11 日，番茄魔方完成超数百万美元基石轮融资；（3）12 月 12 日，Edcast 获得 3360 万美元融资；贝壳编程获得 500 万元天使轮投资；（4）12 月 13 日，魔块智能获得千万元级 Pre-A 轮融资；（5）12 月 14 日，叮咚课堂获得数千万元 A 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
叮咚课堂	12 月 14 日	数千万元	A 轮	创世伙伴资本、险峰长青	少儿英语在线学习平台
魔块智能	12 月 13 日	千万元级	Pre-A 轮	梅花天使基金、吉大校友基金	STEAM 机器人教育机构
贝壳编程	12 月 12 日	500 万元	天使轮	个人投资方和内部员工	8-16 岁少儿编程品牌
EdCast	12 月 12 日	3360 万美元	融资	软银、REV Venture Partners、The London	企业员工与组织的在线学习教育

				Fund、Crescent Enterprises、Mistletoe、SSGA、Stanford University、Cervin Ventures	平台
番茄魔方	12月11日	数百万美元	基石轮	星耀资本、创世资本、H Capital、超链资本、广和资本、云上资本、基本世界、HKDT、印象社区、星链资本、链石资本、净水之蓝资本、珠缙资本	在线魔方教学平台
蓝宙科技	12月10日	千万级	天使轮	十方创投	STEAM 玩教具提供商
玖胜·云智联	12月10日	340万元	天使轮	深圳先搜科技有限公司	人工智能机器人教育品牌

资料来源：Wind，光大证券研究所

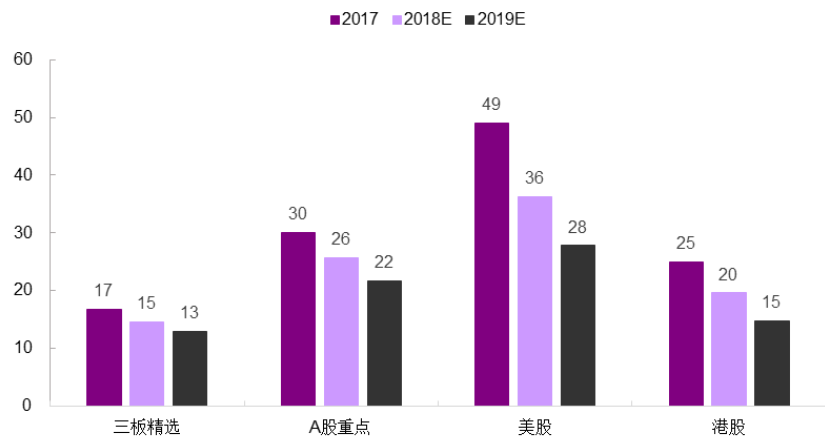
2、教育行业评级分析和投资策略

2.1、估值分析

估值梳理。截至2018年12月14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20X/15X；
- 3、美股教育：重点公司FY2018/FY2019年PE为36X/28X；

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12月14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)以及职业教育技能培训龙头中国东方教育(H01072.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、中国东方教育赴港上市，建议关注中公教育投资机会——教育行业跨市场周报（第 54 期）

外发时间：12月7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1.72%，跑赢创业板指(vs0.87%)、跑赢沪深300(vs0.28%)。截至2018年12月7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20X/15X；美股重点公司FY18/FY19年PE为36X/28X。A股周涨幅前三名的公司是：世纪鼎利(+12.22%)、新开普(+10.45%)、松发股份(+7.38%)。

◆**重要事件：中国东方教育在港交所递交招股书。**

中国东方教育控股有限公司于2018年12月6日在港交所递交招股说明书，旗下包含新东方烹饪教育、新华电脑教育、万通汽车教育、欧米奇及华信智原等5所学校品牌，是中国领先的职业技能教育提供商，收入主要来源于学生的学费及服务费等。截止2018年8月31日，集团在全国29个省市有139所学校，其中25所提供职业中专教育。截止2018年8月31日止8个月，新东方烹饪教育有50所学校、培训学生7.0万人次；新华电脑教育有23所学校、培训学生2633人次；万通汽车教育有25所学校、培训学生1.9万人次；欧米奇有19所学校、培训学生2.9万人次；华信智原有22所学校、培训学生1209人次，集团拥有教师4261名。

集团2017年总收入28.50亿元，2015-2017三年CAGR为25%；净利润6.40亿元，三年CAGR为39%。品牌学校收入方面，新东方烹饪学校收入占比基本维持在60%，是集团主要收入贡献来源；新华电脑收入占比20%左右；万通学校收入占比15%左右。毛利率方面，2015-2017毛利率分别为54.0%、56.6%、55%，基本稳定在55%左右，盈利能力较强；净利率方面，2015-2017净利率分别为19.3%、25.1%、23.2%。成本方面，集团的主要成本来自教师薪资和福利，占总成本的30%左右，其次是学生教学和活动成本，占总成本25%左右。学费方面，新东方烹饪学校长期班学费为1.2-3.7万元；短期班1200元到1.9万元；欧米奇只有短期班，收费在0.9-4.7万元；新华电脑长期班0.7-4.0万元，短期班800元到3万元；万通长期班0.7-3.9万元，短期班680元到3.7万元。

◆**教育行业投资建议。**我们维持年初至今对于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。

◆核心观点：新政规范线上机构，积极关注中公教育。

2018年12月5日教育部通报最新培训机构排摸结果。截止2018年11月30日，全国共排摸校外培训机构40万所，存在问题的27万所，已经完成整改21万所，完成整改率达77%。目前全国2963个县(市、区)已启动专项治理整改工作，其中1550县已基本完成专项治理整改任务，完成率52.31%。

近日教育部办公厅、国家市场监督管理总局办公厅、应急管理部办公厅联合发布了《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知》，核心内容如下：

1、对于无证开展培训、非学科类培训机构开展学科培训以及其它违规开展培训的机构，教育部门将会同有关部门予以取缔。

2、各地教育部门要加快办学许可审批进度，2018年底前不能存在无证无照还在开展培训的机构，同时，要指导停业整顿的机构做好退费 and 群众安抚工作，防止机构卷钱逃跑引发群体性事件。

3、按照线下培训机构管理政策，同步规范线上培训机构，线上培训机构所办学科类培训班的名称、培训内容、招生对象、进度安排、上课时间等必须在省级教育行政部门备案，必须将教师的姓名、照片、教师班次及教师资格证号在其网站显著位置予以公示。

4、教育部已经建设完成全国统一的校外培训机构管理服务系统，面向社会公布校外培训机构的有关政策、白名单、黑名单等信息，便于群众查询、选择合规机构。

点评：线下培训行业目前处于政策强监管状态，未来政策监管范围将从线下培训延伸至线上培训(toC在线教育)，在线教育机构经营或将承压。

在师资条件方面，《国务院办公厅关于规范校外培训机构发展的意见》(以下简称《意见》)要求线下培训机构“校外培训机构必须有稳定的师资队伍，不得聘用中小学在职教师。从事语文、数学、英语及物理、化学、生物等学科知识培训的教师应具有相应的教师资格”。因此未来从事学科培训的在线教育机构老师应该全职且应考取教师资格证，英语在线直播赛道相关企业的外籍教师是否也需要考取相关的教师资格证我们将保持跟踪。

在资质审批方面，《意见》要求“确保证照齐全。校外培训机构必须经审批取得办学许可证后，登记取得营业执照才能开展培训。县级教育部门负责审批颁发办学许可证，校外培训机构在同一县域设立分支机构或培训点的，均须经过批准；跨县域设立分支机构或培训点的，需到分支机构或培训点所在地县级教育部门审批。”未来在线教育企业如何取得经营资质我们也将保持跟踪。

在经营限制方面，《意见》要求“细化培训安排。校外培训机构开展学科知识培训的内容、班次、招生对象、进度、上课时间等要向所在地县级教

育部门备案并向社会公布；培训内容不得超出相应的国家课程标准；培训进度不得超过所在县（区）中小学同期进度；校外培训机构培训时间不得与当地中小学校教学时间相冲突，培训结束时间不得晚于 20:30，不得留作业；严禁组织举办中小学生学科类等级考试、竞赛及进行排名。不得一次性收取时间跨度超过 3 个月的费用。”未来在线教育企业的授课内容、班次、招生对象、进度、上课时间、收费都可能与线下培训的要求趋同。在收费方面，如果严格执行“3 个月”标准，部分一对一的在线机构或部分现金流不佳的在线机构将面临较大的经营压力。

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 440 亿元市值对应 2018-2020 年 P/E 约 46x、33x 和 26x。

三垒股份（002621 美杰姆教育）美杰姆过户完成，A 股迎来早教龙头，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 34x 和 29x，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《在线教育行业》：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。

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。

五、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。

◆**风险因素。**政策风险、市场竞争加剧风险。

5、上市公司重要公告

5.1、A 股教育上市公司重要公告

全通教育(300359.SZ): 股份解除质押公告 (12/14)

7399 万股定向增发机构配售股份将于 12 月 19 日上市流通, 占公司总股本的 11.70%。

世纪鼎利(300050.SZ): 5%以上控股股东股权质押及延期回购公告 (12/14)

公司持股 5%以上股东王耘部分股份解除质押及延期购回, 其所持有公司股份累计被质押 480 万股, 占公司总股本的 0.88%。

凯文教育(002659.SZ): 控股股东股权质押公告 (12/13)

公司第一大股东及一致行动人八大处控股质押公司股份 1700 万股, 占公司总股本的 3.41%。

东方时尚(603377.SZ): 拟发行可转债、修改股份回购方案及江西东方时尚股权转让公告 (12/12)

- 1、公司拟发行可转债, 募集资金总额不超过人民币 7.1 亿元。
- 2、公司修改股份回购方案, 回购金额由 0.5 亿元-3 亿元调整为 1.5 亿元-3 亿元。
- 3、公司拟向江西恒望集团股份有限公司转让东方时尚(江西) 51%股权, 转让完成后, 江西恒望将持有江西东方时尚 100%股权。

长方集团(300301.SZ): 重大资产过户完成公告 (12/12)

12 月 12 日, 公司完成对康铭盛的股权收购, 本次交易完成后, 公司将持有康铭盛 99.95%的股权。

新开普(300248.SZ): 全资子公司股权转让公告 (12/12)

新开普拟向上海天维恒瑞企业管理合伙企业转让全资子公司“完美数联科技有限公司”14.29%的股权, 对应认缴注册资本 286 万元, 本次交易作价 0 元。

昂立教育(600661.SZ): 中金集团成为公司第一大股东 (12/11)

截至 12 月 11 日, 中金集团及一致行动人合计持股 22.68%, 已超过交大产业集团, 成为公司第一大股东。

勤上股份(002638.SZ): 退出英伦教育产业有限公司事项进展 (12/10)

截至 2018 年 12 月 7 日, 公司收到英伦教育支付的 3200 万元首批款, 并限期英伦教育和傅皓在 2018 年 12 月 21 日前向公司支付其尚未支付的 3600 万元首批款。

5.2、海外教育上市公司重要公告

新高教集团: 完成收购东北学校公告 (12/11)

公司完成收购东北学校（哈尔滨华德学院），且全资附属公司辉煌公司与东北学校举办者哈轩公司订立东北学校结构性合约，东北学校将成为新高教集团控制的实体，东北学校的 73.91% 经济利益以服务费形式支付给辉煌公司，东北学校的经营业绩将并入新高教集团经营业绩。

枫叶教育：拟收购泸州七中佳德教育公告（12/11）

公司将以约人民币 1.85 亿收购四川王氏集团有限公司 66% 股权，目标公司为泸州七中佳德教育。收购事项完成后，目标公司将成为枫叶教育的间接非全资附属公司，枫叶教育将承担该学校的运营，并将其纳入枫叶学校体系，从而进一步扩展其学校网络，持续建立在重庆及四川省的品牌知名度。

6、业内动态

叮咚课堂完成数千万元 A 轮融资（芥末堆，12/14）

少儿英语机构“叮咚课堂”完成数千万元 A 轮融资，创世伙伴资本领投，险峰长青跟投。叮咚课堂将把此次融资资金用于品牌打造、课程研发等方面。

沪江更新招股说明书（鲸媒体，12/14）

12 月 7 日，沪江更新招股说明书，截至 2017 年 8 月 31 日止八个月，沪江实现收益 4.36 亿元，期内亏损 8.63 亿元。

北京市将取消特长生招生，义务教育将实行公民同招（教育部发布，12/13）

今年各区招收特长生比例严格控制在本区初中招生计划 4% 以内，明年将取消特长生招生。城六区逐步降低公办学校寄宿制招生数量和比例，到 2020 年寄宿招生全部实行登记派位入学方式。民办学校纳入属地区教委统一管理，与公办学校同步招生。

魔块智能获得千万级 Pre-A 轮融资（芥末堆，12/13）

魔块智能宣布获得千万级 Pre-A 轮融资，由梅花创投旗下梅花天使基金和吉大校友基金联合投资。

EdCast 完成 3360 万美元融资（芥末堆，12/12）

教育科技公司 EdCast 完成 3360 万美元融资，EdCast 被很多业内人士看作是知识经济的操作系统。本轮投资者中包括了软银、REV Venture Partners、The London Fund、Crescent Enterprises 以及 Mistletoe，其他投资者还包括了 SSGA、Stanford University、Cervin Ventures。

贝壳编程完成 500 万元天使轮融资（鲸媒体，12/12）

8-16 岁少儿编程品牌贝壳编程完成 500 万元天使轮融资，投资方为个人投资方和内部员工。

卓越教育拟 12 月 27 日在港上市（芥末堆，12/11）

卓越教育将于 12 月 27 日在联交所上市，此次上市计划发行 1.514 亿股，90% 发售股份将用于国际发售，其余 10% 将于香港作公开发售，发行价定为 2.2-2.9 港元/股，预计最高募资额度为 4.39 亿港元。卓越教育是华南地区最大的 K12 课外教育服务提供商，提供多元化的 K12 课外教育服务及产品，包括优学项目、英才项目及全日制备考项目。据招股说明书，卓越教育集团

2015年-2017年营业收入分别为7.6亿元、9.0亿元和11.4亿元，净利润分别6690万元、7328万元和9104万元，三年毛利率稳定在42%左右。

沪江成华为终端云服务生态重要合作伙伴（鲸媒体，12/11）

沪江旗下B2C课程平台沪江网校受邀加入华为终端云服务“耀星计划”，成为华为终端云服务生态中教育类重要合作伙伴之一。双方有望在华为应用市场联运，PPS新资源推广及华为预装服务等方面展开更深入的合作。“耀星计划”旨在围绕AI、AR/VR、IoT、服务直达等领域，提供人才培养、开发支持、创新支持、营销资源辅助、云基础设施资源优惠等举措，多维度激励和扶持开发者，支持创新应用的落地。

番茄魔方获得数百万美金基石轮投资（鲸媒体，12/11）

在线魔方教学平台番茄魔方宣布获得数百万美金基石轮投资，此轮投资估值人民币1亿元。由区块链投资机构星耀资本、创世资本、H Capital、超链资本、广和资本、云上资本、基本世界、HKDT、印象社区、星链资本、链石资本、净水之蓝资本、珠缙资本在内的十三家投资机构联合投资。同时，番茄魔方宣布与数字资产交易所HCoin成为战略合作伙伴。

玖胜·云智联完成240万元天使轮融资（芥末堆，12/10）

人工智能机器人教育企业玖胜·云智联完成340万天使轮融资，投资方为深圳先搜科技有限公司。资金主要用于平台建设、教育平台搭建以及初步启动等方面。

蓝宙科技完成千万元级天使轮融资（鲸媒体，12/10）

STEAM玩教具提供商蓝宙科技完成千万级人民币天使轮融资，投资方为十方创投。本轮融资将主要用于产品研发、在线课程开发、品牌建设、市场推广等方面。

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