

# 全美在线拟 A 股 IPO

## ——教育行业跨市场周报（第 58 期）

行业周报

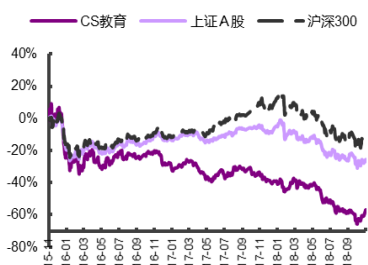
### 分析师

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

### 联系人

贾昌浩  
[jiachanghao@ebsec.com](mailto: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 56 期）——银杏教育通过港股上市聆讯，多地推进中小学课后服务政策……2018-12-21
- 2.教育行业跨市场周报（第 55 期）——建议关注中公教育股价超跌机会……2018-12-16
- 3.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……2018-12-09
- 4.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
- 5.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
- 6.教育行业跨市场周报（第 51 期）：学前教育限制幼儿园资产证券化，建议关注三类股份错杀机会……2018-11-18
- 7.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
- 8.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）本周上涨 2.13%，跑赢创业板指（vs-0.43%）、跑赢沪深 300（vs0.84%）。截至 2019 年 1 月 4 日，A 股重点公司 18/19 年 PE 为 22x/18x；港股重点公司 FY18/FY19 年 PE 为 18X/14X；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：三垒股份(+9.62%)、亚夏汽车(+8.47%)、开元股份(+6.66%)。

### ◆重要事件：全美在线提交招股书，拟 A 股 IPO。

全美在线（ATA）递交招股书，拟赴 A 股上市。全美在线将在上海证券交易所发行不超过 1863 万股、发行数量占公司发行后总股本的比例不低于 25% 的股份。发行后，全美在线总股本不超过 7451 万股。全美在线是国内领先的人才测评服务供应商，深耕人力资源服务行业，提供资格认证考试测评及职业能力测评服务、人力资源选聘服务，前者为全美在线的主要收入来源。公司为金融、财税领域的 10 家全国性行业协会提供资格认证考试测评服务，包括中注协、税务师协会、基金业协会、期货业协会、银行业协会、信托业协会、资产评估协会、精算师协会等。公司也是工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行和储蓄银行等 6 大国有银行，招商银行、中信银行等 11 家全国性股份制银行以及中石油、中石化、中国人保、华为、国家电网等大型企业的人才资源选聘服务提供商。

公司 2015-2017 年以及 2018 年 1-6 月，分别实现营业收入 3.25/4.69/5.22/1.70 亿元，归母净利润分别 7998 万元/1.13 亿元/1.15 亿元/331 万元。公司业务主要集中于华北地区，收入分别为 2.74/3.71/3.81/1.11 亿元，占公司总营业收入比重为 84.28%、79.14%、73.00%、65.30%，收入占比呈逐年下降趋势。2015-2017 以及 2018 年 1-6 月，公司资格认证考试测评及职业能力测评服务收入分别为 2.52/3.62/4.02/1.30 亿元，占总收入的 77.45%/77.22%/77.03%/76.35%；人才资源选聘服务收入分别为 7329 万元/1.07 亿元/1.20 亿元/4012 万元，占比 22.55%/22.78%/22.97%/23.65%。

公司目前建立了遍布全国 300 余个城市的考站网络，具备在同一天部署实施百万科次考试测评的能力。公司拥有领先的技术水平，目前已经经历超过 10,000 个考场、60 万台设备同时开考的检验。

按照考试测评主办方及考试目的的不同，我国考试测评市场可以分为学历考试、资格认证考试和人力资源选聘考试测评。

(1) 学历考试：普通高考、成人高考、研究生考试。2017 年我国就业人数为 7.76 亿人。根据教育部数据，2017 年高等教育本专科及研究生毕业人数 794 万人，近 6 年累计毕业 4367 万人。在准就业群体增长的背景下，就业的竞争程度愈发激烈，推动求职者不断增强自身竞争力，进一步催生资格认证考试测评需求。

(2) 资格认证考试：职业技能鉴定、计算机考试、注册会计师考试等。根据人社部数据，目前我国职业资格数量共计 140 项，涉及金融、财税、司法等多方面的资格、能力方面的考核评价。各类考试机考化推进速度较快，报考人数众多。2017 年注会、税务、会计初级报考人数总计 330 万人(+28%)。在国家政策导向和测评技术不断进步下，各行各业都孕育巨大的资格认证考试测评市场空间。

(3) 人力资源选聘考试：校园招聘考试、岗位资格考试等。公司客户主要为国内 500 强企业及大型外企，服务业、能源业、制造业、建筑业等市场发展较为成熟，对人才的选聘要求较高。大型企业的稳步发展为人力资源选聘考试提供较大市场空间。

◆**教育行业投资建议。**我们维持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 (H2454.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、盛通股份等公司。

◆**核心观点：中公教育过户完成，职教龙头剑指千亿。**

**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 年参训学员累计 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，净利润预测分别为 10.17/14.26/18.55 亿元，EPS 预测分别为 0.16、0.23、0.30 元。当前股价 7.81 元/股和考虑股本增厚后 61.67 亿股本，480 亿元市值对应 19-20 年 P/E 约为 34x 和 26x，维持亚夏汽车（中公教育）“买入”评级。

中公教育具体观点请见我们于 2019 年 1 月 5 日外发的点评报告《中公教育过户完成，职教龙头剑指千亿——亚夏汽车（002607.SZ）跟踪报告》

**三垒股份（002621.SZ 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 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 370 亿元市值对应 2018-2020 年 PE 约 38x、28x 和 21x，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

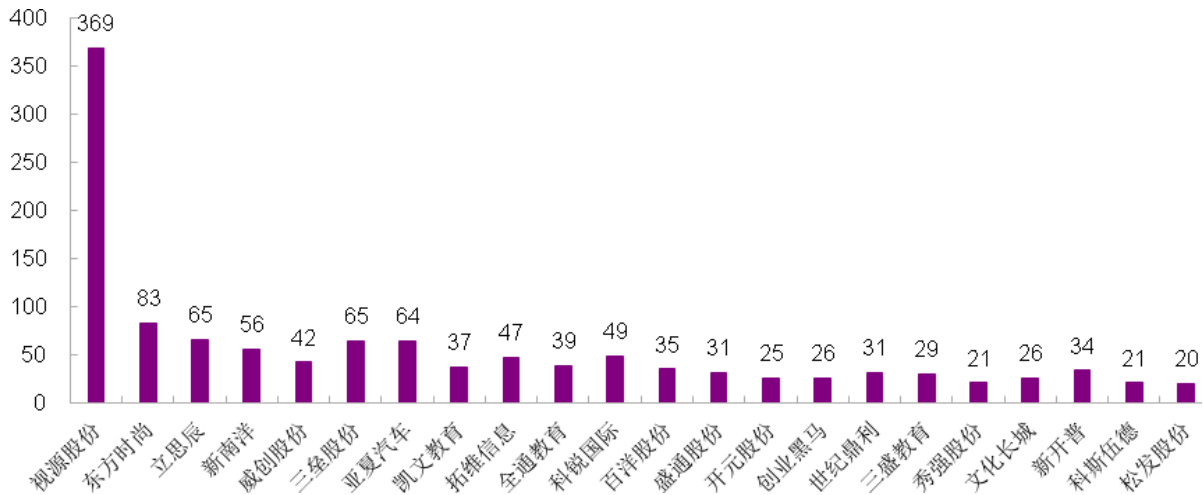
1、 教育行业跨市场表现回顾 .....	6
1.1、 A 股教育行业表现回顾 ( 0102~0104 ) .....	6
1.2、 港股教育行业表现回顾 ( 0102~0104 ) .....	7
1.3、 美股中概股教育行业表现回顾 ( 0102~0104 ) .....	9
1.4、 新三板教育行业表现回顾 ( 0102~0104 ) .....	10
1.5、 一级市场教育行业融资总结 ( 0102~0104 ) .....	10
2、 教育行业评级分析和投资策略 .....	11
2.1、 估值分析 .....	11
2.2、 投资建议 .....	11
3、 风险因素 .....	11
4、 上周重点报告 .....	12
4.1、 教育部等九部门发文为中小学生减负，卓越教育敲钟上市——教育行业跨市场周报（第 57 期） ....	12
4.2、 中公教育过户完成，职教龙头剑指千亿——中公教育/亚夏汽车（002607.SZ）跟踪报告 .....	16
5、 上市公司重要公告 .....	18
5.1、 A 股教育上市公司重要公告 .....	18
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（0102~0104）

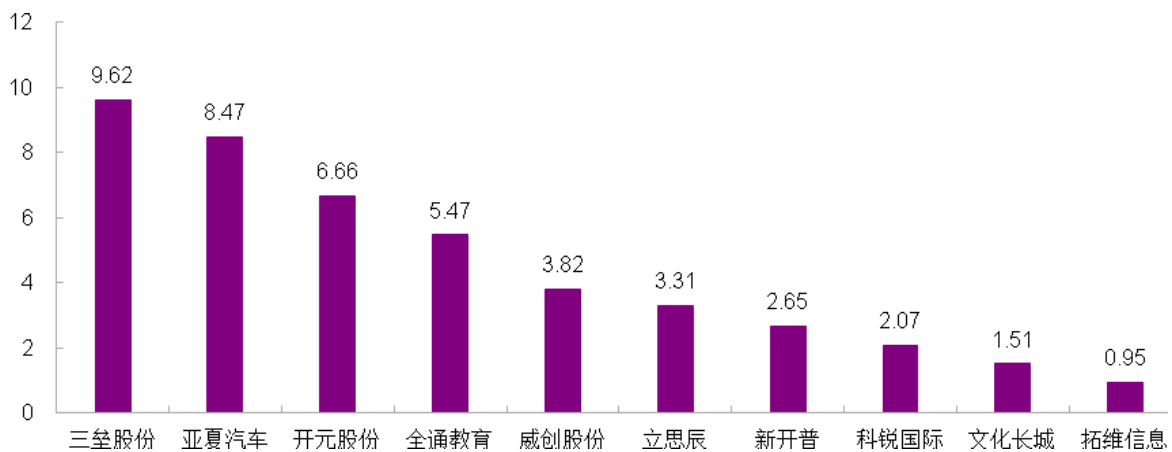
**市场回顾。**上周（2019年1月2日至2019年1月4日），A股教育行业22家重点公司中12家公司上涨，涨幅前三名为三垒股份、亚夏汽车、开元股份，涨幅分别为+9.62%、+8.47%、+6.66%。

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2019年1月4日市值

图 2：A股教育行业公司涨幅榜前10名（单位：%）



资料来源：Wind，光大证券研究所注：时间区间为2019年1月2日至2019年1月4日

表 1: A 股教育行业重点公司列表

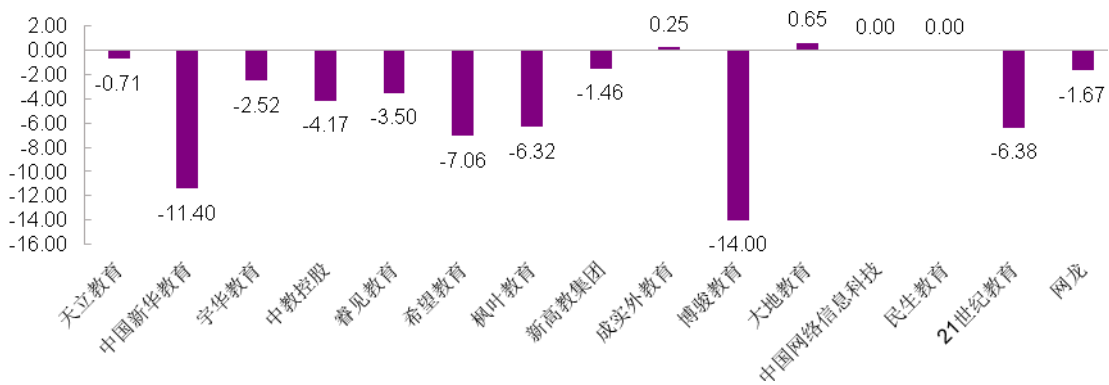
行业	公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (X)			
					2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
信息化	视源股份	002841.SZ	369	56.30	1.06	1.47	1.99	2.62	53	38	28	21
培训	百洋股份	002696.SZ	35	8.85	0.29	0.54	0.67	0.82	31	16	13	11
培训	文化长城	300089.SZ	26	5.39	0.13	0.46	0.55	0.63	41	12	10	9
培训	开元股份	300338.SZ	25	7.37	0.47	0.53	0.71	0.88	16	14	10	8
培训	盛通股份	002599.SZ	31	9.65	0.29	0.48	0.65	0.79	33	20	15	12
信息化	全通教育	300359.SZ	39	6.17	0.10	N/A	N/A	N/A	62	N/A	N/A	N/A
信息化	三盛教育	300282.SZ	29	11.79	0.09	0.58	0.60	0.64	N/A	20	20	18
培训	三垒股份	002621.SZ	65	18.57	0.05	0.11	0.56	0.64	N/A	N/A	33	29
学校	凯文教育	002659.SZ	37	7.40	0.05	0.06	0.29	0.55	N/A	N/A	25	13
信息化	拓维信息	002261.SZ	47	4.26	0.06	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
信息化	佳发安泰	300559.SZ	49	35.30	1.02	1.40	1.81	2.27	35	25	20	16
学校	威创股份	002308.SZ	42	4.62	0.22	0.26	0.32	0.38	21	17	14	12
学校	秀强股份	300160.SZ	21	3.47	0.19	N/A	N/A	N/A	18	N/A	N/A	N/A
培训	创业黑马	300688.SZ	26	38.31	0.83	0.77	0.88	0.97	46	49	44	39
其他	科锐国际	300662.SZ	49	27.15	0.47	0.62	0.83	1.05	58	44	33	26
培训	新南洋	600661.SH	56	19.64	N/A	0.51	0.67	0.87	N/A	38	29	23
其他	松发股份	603268.SH	20	16.02	0.52	N/A	N/A	N/A	31	N/A	N/A	N/A
其他	科斯伍德	300192.SZ	21	8.52	0.02	0.52	0.44	0.54	N/A	16	19	16
培训	东方时尚	603377.SH	83	14.08	0.56	0.48	0.59	0.71	25	30	24	20
培训	世纪鼎利	300050.SZ	31	5.77	0.21	N/A	N/A	N/A	27	N/A	N/A	N/A
信息化	新开普	300248.SZ	34	6.97	0.37	0.51	0.69	0.93	19	14	10	7
信息化	亚夏汽车	002607.SZ	64	7.81	0.09	0.16	0.23	0.30	87	49	34	26
<b>平均</b>									<b>38</b>	<b>27</b>	<b>22</b>	<b>18</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所注: (1) 股价为 2018 年 1 月 4 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、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 (0102~0104)

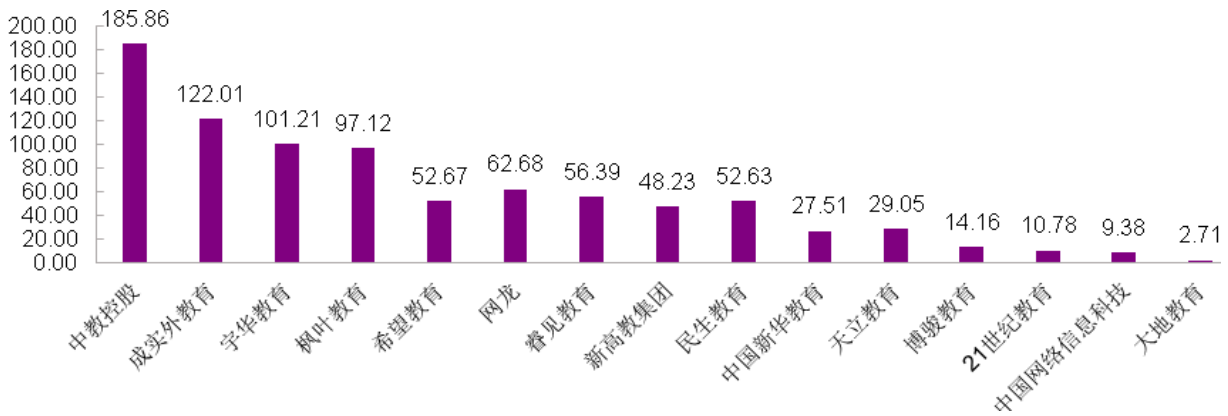
**市场回顾。**上周 (2019 年 1 月 2 日至 2019 年 1 月 4 日), 港股中概股教育行业 15 家公司中 2 家公司股价上涨。

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 2019 年 1 月 2 日至 2019 年 1 月 4 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 2019 年 1 月 4 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
成实外教育	1565.HK	122	3.95	12	367	439	588	774	33	28	21	16
网龙	0777.HK	63	11.80	12	-25	235	352	402	N/A	27	18	16
枫叶教育	1317.HK	97	3.26	8	487	602	767	960	20	16	13	10
宇华教育	6169.HK	101	3.10	8	372	561	764	863	27	18	13	12
民生教育	1569.HK	53	1.31	12	311	391	485	551	17	13	11	10
睿见教育	6068.HK	56	2.76	8	237	362	462	592	24	16	12	10
中教控股	0839.HK	186	9.20	12	513	799	1028	1185	36	23	18	16
中国新华教育	2779.HK	28	1.71	12	212	268	318	372	13	10	9	7
新高教集团	2001.HK	48	3.37	12	279	370	490	615	17	13	10	8
<b>平均</b>									<b>23</b>	<b>18</b>	<b>14</b>	<b>11</b>

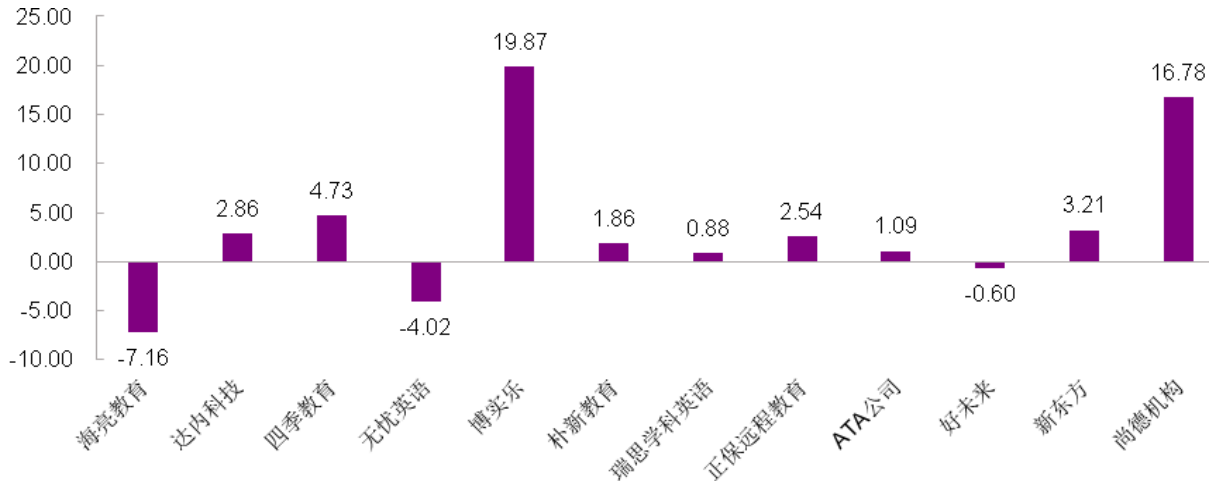
资料来源：Wind，光大证券研究所注：（1）股价为 2019 年 1 月 4 日收盘价；（2）公司盈利预测来自 Wind 一致预期；（3）月份指财年的截止月份，以宇华教育为例，2017 财年指 2016 年 9 月 1 日至 2017 年 8 月 31 日；（4）枫叶教育、宇华教育、睿见教育 2018 年净利润为财报数据



### 1.3、美股中概股教育行业表现回顾（0102~0104）

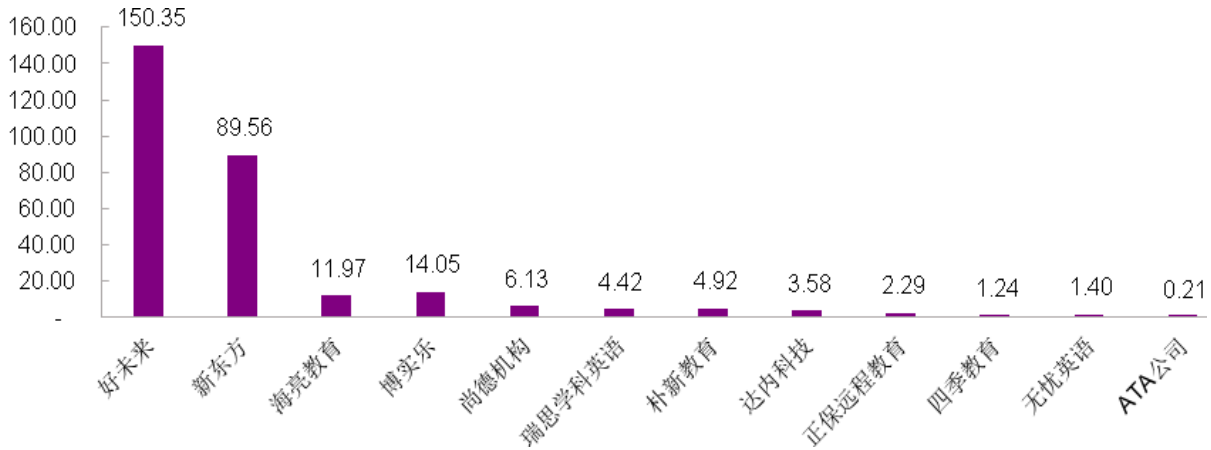
上周（2019年1月2日至2019年1月4日），美股中概股教育行业12家公司中9家公司股价上涨。

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2019年1月2日至2019年1月4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1月4日市值

表 3：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	56.57	5	274	296	300	33	30	30
好未来	TAL.N	150	26.52	2	117	198	275	129	76	55
达内科技	TEDU.O	4	6.48	12	42	54	70	9	7	5
博实乐	BEDU.N	14	11.04	8	26	44	66	54	32	21
海亮教育	HLG.O	12	46.42	6	25	N/A	N/A	48	N/A	N/A
正保远程教育	DL.N	2	6.87	9	15	N/A	N/A	15	N/A	N/A

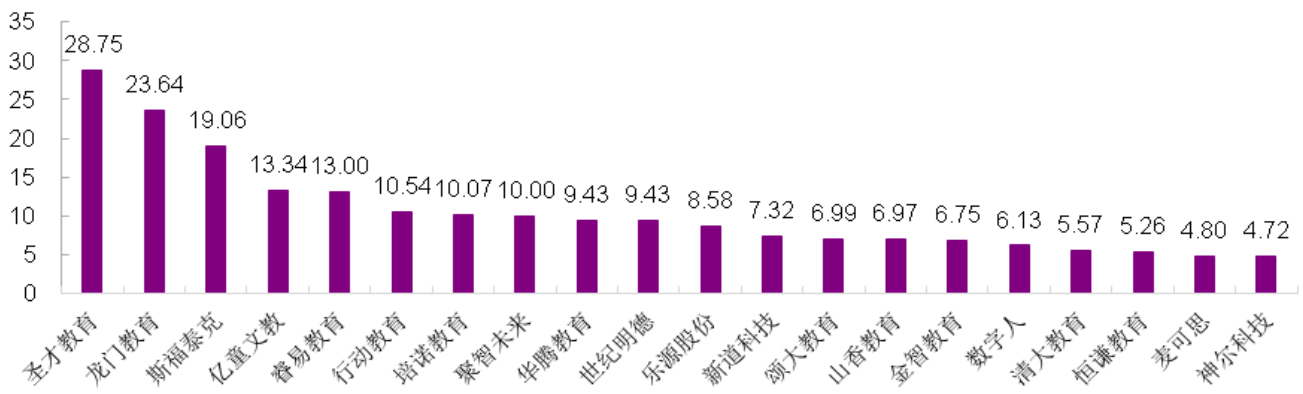
瑞思学科英语	REDU.O	4	8.03	12	-7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
平均								48	36	28

资料来源: Wind, 光大证券研究所注: (1) 股价为 2019 年 1 月 4 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 (0102~0104)

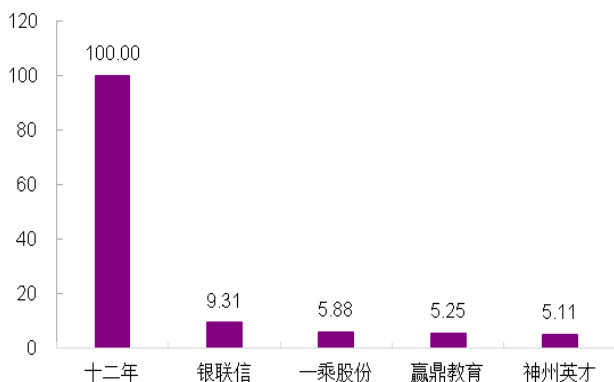
**新三板教育行业表现回顾。**新三板教育板块共有 208 家公司。上周(2019 年 1 月 2 日至 2019 年 1 月 4 日), 21 家公司构成的做市板块中有 8 家发生交易, 187 家公司构成的竞价板块中有 9 家发生交易。

图 7: 新三板教育行业市值前 20 名 (单位: 亿元)



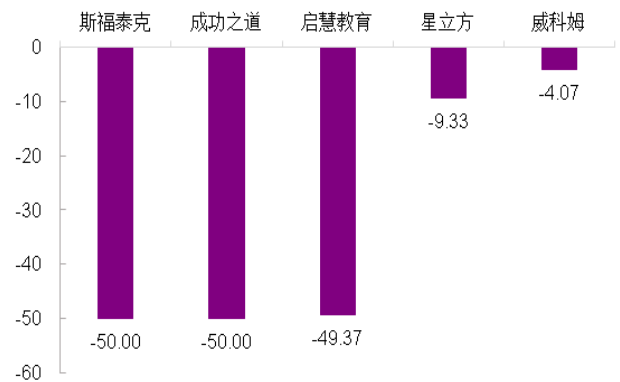
资料来源: Wind, 光大证券研究所注: 数据为 2018 年 1 月 4 日市值

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 2019 年 1 月 2 日至 2019 年 1 月 4 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 2019 年 1 月 2 日至 2019 年 1 月 4 日

## 1.5、一级市场教育行业融资总结 (0102~0104)

上周 (2019 年 1 月 2 日至 2019 年 1 月 4 日), 3 家一级市场教育公司获得融资。(1) 1 月 2 日, 微语言获得 5000 万元 Pre-B 轮融资; (2) 1 月 3 日, 美联英语或 3 亿元 C 轮融资; 席读获得 800 万元 Pre-A 轮融资。

表 4：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
微语言	1月2日	5000万元	Pre-B轮	新东方教育科技集团、鼎晖投资	在线外教口语平台
美联英语	1月3日	3亿元	C轮	道格资本、中金资本、慕华基金	英语机构
席读	1月3日	800万元	Pre-A轮	未披露	古诗文阅读学习教辅工具

资料来源：Wind，光大证券研究所

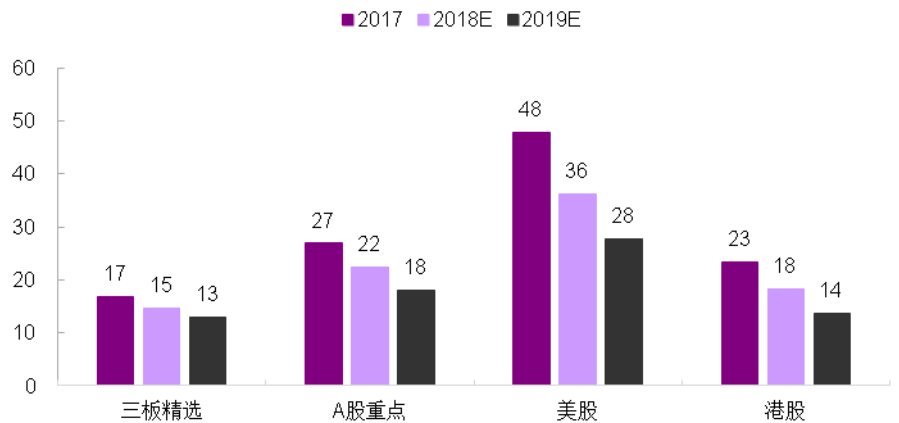
## 2、教育行业评级分析和投资策略

### 2.1、估值分析

估值梳理。截至 2019 年 1 月 4 日，各市场估值情况如下：

- 1、A 股教育：重点公司 2018/2019 年 PE 为 22X/18X；
- 2、港股教育：重点公司 2018/2019 年 PE 为 18X/14X；
- 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 2019 年 1 月 4 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 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、教育部等九部门发文为中小學生减负，卓越教育敲钟上市——教育行业跨市场周报（第 57 期）

外发时间：2018 年 12 月 29 日

◆**教育行业市场回顾和估值情况。**A 股教育指数 (930717) 本周下跌 0.39%，跑赢创业板指 (vs-1.56%)、跑赢沪深 300 (vs-0.62%)。截至 2018 年 12 月 28 日，A 股重点公司 18/19 年 PE 为 25x/21x；港股重点公司 FY18/FY19 年 PE 为 19X/14X；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：凯文教育(+14.93%)、世纪鼎利(+7.81%)、东方时尚(5.19%)。

◆**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/美吉姆教育 (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 (H2454.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、盛通股份等公司。

◆**重要事件：《个人所得税专项附加扣除暂行办法》：子女教育支出可按每孩每月 1000 元扣除。**

12 月 22 日，国务院印发《个人所得税专项附加扣除暂行办法》，自 2019 年 1 月 1 日起施行。《办法》规定，纳税人子女在全日制学历教育阶段（包括义务教育、高中阶段教育、高等教育）的支出，以及子女年满 3 岁至小学入学前处于学前教育阶段的支出，纳税人可选择由夫妻一方按每孩每月 1000 元扣除，也可选择夫妻双方分别按每孩每月 500 元扣除。其中，纳税人子女在中国境外接受教育的，纳税人应当留存境外学校录取通知书、留学签证等相关教育的证明资料备查。

《办法》规定，纳税人在中国境内接受继续教育发生的支出，其中属于学历（学位）继续教育的支出，按每月 400 元扣除，扣除期限不能超过 48 个月（4 年）；属于技能人员职业资格继续教育和专业技术人员职业资格继续教育的支出，在取得相关证书的当年扣除 3600 元。其中，个人接受本科及以下学历（学位）继续教育，符合本办法规定扣除条件的，可以选择由其父母扣除，也可以选择由本人扣除。纳税人接受技能人员职业资格继续教育、专业技术人员职业资格继续教育的，应当留存相关证书等资料备查。

◆**重要事件：12 月 27 日，卓越教育在香港联交所主板敲钟上市。**

卓越教育诞生于 1997 年，是全国领先，华南较大的中小学课外教育机构。卓越教育业务主要集中在广州，在华南地区市场份额达 1.6%。此次卓越教育的发行价偏下限定价，定为 2.4 港元，募集资金为 3.63 亿，香港公开发售（10%部分超购 1.8 倍）和全球配售（90%）仅获适度超额认购。截至最后实际可行日期，卓越教育合共有 213 个教育中心，3323 名全职教师。主要营收来源的优学项目截至 2018 年 6 月 30 日止六个月，小班辅导

的招生人次为 20.52 万人；个性化辅导的招生人次为 7.46 万人。

◆**核心观点：教育部等九部门发文为中小学生减负。**

经国务院同意，教育部、国家发展改革委、公安部、民政部、财政部、人力资源社会保障部、国家市场监督管理总局、国家广播电视总局、全国妇联等九部门联合向省级人民政府印发了《关于印发中小学生减负措施的通知》（以下简称《通知》），共三十条。《通知》指出要坚持政府主导、各方参与、综合施策、标本兼治的基本原则，进一步明确并强化政府、学校、校外培训机构、家庭等各方责任，促进中小学生健康成长。

**《通知》强调要规范学校办学行为，严格执行国家课程方案和课程标准，开足开齐规定课程。**（1）不得随意提高教学难度和加快教学进度，杜绝“非零起点”教学。义务教育阶段学校严禁以任何名义设立重点班、快慢班、实验班，规范实施学生随机均衡编班，合理均衡配备师资。（2）严控书面作业总量。小学一二年级不布置书面家庭作业，三至六年级家庭作业不超过 60 分钟，初中家庭作业不超过 90 分钟，高中也要合理安排作业时间。（3）教师不得布置重复性和惩罚性作业，不得给家长布置作业或让家长代为评改作业。小学一二年级每学期学校可组织 1 次统一考试，其他年级每学期不超过 2 次统一考试。（4）不得在小学组织选拔性或升学挂钩的统一考试。（5）规范学生使用电子产品，严禁学生将手机带入课堂。（6）建立弹性离校制度。提供丰富多彩的课后服务内容，合理确定学生离校时间。严禁将课后服务变为集体教学或集体补课。

**《通知》强调严格规范管理校外培训机构。**（1）培训机构取得办学许可证及营业执照后方可开展培训。（2）严禁超标培训，杜绝机械训练、强化应试等不良培训行为。不得留作业。（3）从事学科知识培训的教师应具有相应教师资格，严禁聘用在中小学任教教师到培训机构任教。（4）严禁将培训结果与中小学招生入学挂钩，严禁作出与升学、考试相关的保证性承诺，严禁组织举办中小学生学科类等级考试、竞赛及排名。（4）培训时间不得与当地中小学教学时间相冲突，培训结束时间不得晚于 20:30。

**《通知》强调家庭履行教育责任。**（1）根据孩子的兴趣爱好选择适合的培训，避免盲目攀比、跟风报班或请家教给孩子增加过重课外负担。（2）保证小学生每天睡眠时间不少于 10 个小时，初中生不少于 9 个小时，高中阶段学生不少于 8 个小时。

**《通知》强化政府监管。**（1）严禁各类新闻媒体炒作考试成绩排名和升学率，不得以任何形式宣传中高考状元；多层次多角度宣传科学教育理念，引导家长和社会转变观念，努力破除“抢跑文化”“超前教育”“剧场效应”等功利现象。（2）严格培训机构审批登记，加强对线上培训的监管。（3）严禁以各种名义组织考试选拔学生，严禁将培训机构培训结果作为招生入学依据。（4）2019 年 5 月底前，地方各级人民政府要针对行政区域内中小学生学业负担情况完成摸底分析，并制定详细减负实施方案，抓好组织实施。省级实施方案要于 2019 年 6 月底前报教育部。

**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，净利润预测分别为 9.46、13.31、16.85 亿元，EPS 预测分别为 0.17、0.24、0.31 元。当前股价 7.20 元/股和考虑股本增厚，390 亿元市值对应 2018-2020 年 P/E 约为 42x、30x 和 23x。

中公教育具体观点请见我们于 2018 年 12 月 17 日外发的点评报告《**公务员和事业单位业务稳步向上，教师培训业务空间宏大——中公教育/亚夏汽车（002607.SZ）跟踪报告一**》

**三垒股份（002621.SZ 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 31x 和 27x，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。**

## 4.2、中公教育过户完成，职教龙头剑指千亿——中公教育/亚夏汽车（002607.SZ）跟踪报告

外发时间：2019年1月5日

◆中公教育借壳亚夏汽车事项已完成标的资产北京中公教育科技股份有限公司（以下简称“中公教育”）的100%股权过户手续及相关工商变更登记，中公教育已成为亚夏汽车的全资子公司。

本次交易方案分为三大部分：（1）重大资产置换：上市公司亚夏汽车拟将除保留资产以外的全部资产与负债作为置出资产，与中公教育等值部分进行资产置换。（2）发行股份购买资产：拟置入资产中公教育最终作价185.0亿元，考虑两次分红，拟置出资产最终作价10.15亿元，两者差额为174.85亿元。上市公司发行股份购买资产的发行价为3.27元/股，拟发行股份约53.47亿股。（3）股份转让：上市公司控股股东亚夏实业向中公合伙和李永新分别转让其持有的8000万股和7270万股亚夏汽车股票。中公教育承诺2018-2020年扣非归母净利润分别不低于9.3、13.0和16.5亿元，185亿元对价对应2018-2020年P/E为20x、14x和11x，对应38.8亿元的3年合计利润P/E为4.8x。

◆中公教育是国内职业培训龙头企业。

中公教育是国内领先的非学历职业就业培训服务提供商，主要领域包括公务员、事业单位、教师等。截至2018年4月30日，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%。中公教育2017年面授和线上的培训人次分别为88.24和58.36万人次。公司2017年线下培训业务中，公务员实现20.7亿元收入、事业单位5.7亿元、教师6.7亿元、其它4.4亿元；线上培训实现2.8亿元收入。

◆公务员培训业务：国考岗位缩编但参考人次平稳，竞争压力加剧驱动参培率提升。

2019年国家公务员计划招录1.45万人，岗位已缩编至历史低位，未来有望保持相对平稳；2019年参考人数约92万人，2012-2019年参考人数基本稳定在90-100万人之间。公务员社会地位高且薪酬水平稳定，就业竞争加剧且岗位缩编有望提高公务员培训意愿。目前公务员考试全行业的参学率约40%，参培率约15%；相较于考研约60%参培率，公务员考试的参培率仍有较大的提升空间。在报考人次小幅下降，但参培率和客单价提升的背景下，我们预计中公教育公务员业务2018-2020年收入为30.83、38.53和44.69亿元，两年CAGR约20%

◆事业单位业务：公务员招录减少，事业单位增长明显。

事业单位相比公务员每年招录人数充足，2017年事业单位报考人数600万人，录取率约15%。目前事业单位的参学率在35~40%，参培率为15%左右，随着事业单位报考人数的持续提升，竞争程度提升，我们预计未来事业单位参培率有望逐步提升。2017年事业单位笔试客单价约为4500元，面



试客单价 8000-10000 元。相较于公务员培训的客单价仍有较大增长空间。我们预计中公教育事业单位业务 2018-2020 年收入为 9.36/13.56/17.63 亿元，两年的 CARG 为 37%。

◆ **教师培训业务：政策红利，空间宏大。**

(1)2018 年教师资格考试参考人数 651 万人次，同比 2017 年参考 418 万人次增长 56%。中国中小学公立校和高等学校共计约 1600 万名教师，中小学教师约 1200 万名，高职高等教育学校约 400 万教师。中小学校教师每年大约 40 万岗位的轮换，考虑到平均报录比 10:1，每年参与考试的人数约在 400 万人次。申请高等学校教师资格的，应当学有专长，并有相关领域教授推荐，并不对社会开放，但仍需参加教师资格考试。2018 年 8 月 22 日国办 80 号文规范校外培训机构，要求所有从事学科类线下培训和在线教育的教师必须有教师资格，目前全国约 80 万所各类培训机构，假设每所机构平均 20 个老师，总计约 1600 万名培训机构教师，目前持证比例约 30-50%，潜在参考人数约 800 万人。(2) 教师资格考试全国统考，2017 年全国通过率仅为 20%左右，30%笔试通过率、70%面试通过率；教师招聘考试由学校组织转为区域统考，且包含笔试和面试两个环节。较低的通过率和不断提升的规范度有望驱动参培率提升。我们预计中公教育教师培训业务 2018-2020 年收入为 11.94、19.09 和 26.35 亿元，两年的 CARG 为 49%。

◆ **双师课堂开启全国布局、低收费班转为录播，驱动净利润率提升。**

中公教育从 2017 年末开始进行课程体系改革，采用双师课堂提高高级别师资利用率，降低总成本提升净利润率。线上采用高级教师同时覆盖多个地区的学员、线下配备助理教师跟踪和反馈。截止目前，中公的双师课堂对中高级教师的覆盖率不到 10%，2019 年有望突破 30%，未来有望超过 50%。中公 2018 年开始将低收费班次逐步转移到线上录播，例如某教师培训班型收费 2000 元，包含 60 节录播课和 3 天线下培训课。双师和录播课有望大幅降低成本，增加公司净利润率。

◆ **双师课堂开启全国布局、低收费班转为录播，驱动净利润率提升。**

中公教育从 2017 年末开始进行课程体系改革，采用双师课堂提高高级别师资利用率，降低总成本提升净利润率。线上采用高级教师同时覆盖多个地区的学员、线下配备助理教师跟踪和反馈。截止目前，中公的双师课堂对中高级教师的覆盖率不到 10%，2019 年有望突破 30%，未来有望超过 50%。中公 2018 年开始将低收费班次逐步转移到线上录播，例如某教师培训班型收费 2000 元，包含 60 节录播课和 3 天线下培训课。双师和录播课有望大幅降低成本，增加公司净利润率。

◆ **投资建议。**

考虑到公司教师考试培训业务的快速增长以及公务员考试培训业务和事业单位考试培训业务的稳定增长，以及双师课堂带来公司盈利能力的提升，我们上调亚夏汽车（中公教育）18~20 年净利润预测分别为 10.17/14.26/18.55 亿元，EPS 预测分别为 0.16、0.23、0.30 元。当前股价 7.81 元/股和考虑股本增厚后 61.67 亿股本，480 亿元市值对应 19-20 年 P/E 约为 34x 和 26x，维持亚夏汽车（中公教育）“买入”评级。

◆ **估值分析。**

中公教育是职业就业考试培训龙头，好未来是 K12 课外培训龙头，利润体量都在 10 亿元人民币以上，好未来目前 150 亿美元市值，对应 FY19 财年 Non-GAAP 净利润 PE 为 43x。好未来 FY16-19 财年 Non-GAAP 净利润复合增速 39%，PEG 波动区间是 1.2-3.0。中公教育 17-20 年净利润复合增速 45%，2019 年 PE 为 34x 对应 PEG 约为 0.76，估值有提升空间。

◆风险提示：业绩承诺不能完成的风险等。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	6,561	6,664	6,598	9,237	11,546
营业收入增长率	25.67%	1.58%	-1.00%	40.00%	25.00%
净利润（百万元）	66	73	1,017	1,426	1,855
净利润增长率	336.34%	11.51%	1284.75%	40.18%	30.09%
EPS（元）	0.01	0.01	0.16	0.23	0.30
P/E	731	656	47	34	26

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 1 月 4 日

## 5、上市公司重要公告

### 5.1、A 股教育上市公司重要公告

#### 盛通股份 (002599.SZ)：股份回购 (01/02)

公司累计回购股份数量 6,783,927 股，占公司总股本的 2.09%，最高成交价为 10.42 元/股，最低成交价为 9.16 元/股，支付的总金额为 66,701,212.52 元

## 6、业内动态

#### 民生教育与中金资本签订战略合作协议（鲸媒体，01/02）

民生教育集团发布公告称，与中金资本签署教育产业并购基金战略合作协议，基金总规模为 100 亿元人民币，拟分四期募集。并购基金拟重点投资民办高等教育，推进产教融合、校企合作，培养更多高技能人才。

#### 物灵科技即将完成新一轮融资（鲸媒体，01/02）

物灵科技 (Ling.AI) 即将完成新一轮 (A 轮) 融资。此轮融资由人工智能平台公司商汤科技领投。本轮融资将加速物灵科技消费级 AI+教育产品落地进程，进一步拓展目标受众和应用场景。

#### 全美在线拟赴 A 股上市（鲸媒体，01/03）

全美在线 (ATA) 拟赴 A 股上市，此前从美国上市公司 ata 拆分。目前业务主要分为资格认证考试测评及职业能力提升服务和人力资源选聘服务，前者为主要收入来源。2018 年上半年度，占该报告期业务总收入的 76.35%

#### 席读获 800 万元 Pre-A 轮融资（鲸媒体，01/03）

席读获 800 万元 Pre-A 轮融资，用于市场拓展及上架更多书籍内容，席读创始人安传东表示不会触碰线上课程的红线，会把更多精力用于国学典籍的精

校和音频化。

**全美在线冲刺 A 股市场（鲸媒体，01/04）**

全美在线递交招股书，悄然冲刺 A 股市场。将在上海证券交易所发行不超过 1862.67 万股、发行数量占公司发行后总股本的比例不低于 25% 的股份。发行后，全美在线总股本不超过 7450.67 万股。

**虎鲸跳跃完成 Pre-A 轮融资（芥末堆，01/04）**

其投资方为蓝湖资本及险峰长青。本轮资金将主要用于市场销售、产品迭代与交付能力提升。

## 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@ebsecn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebsecn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebsecn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebsecn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebsecn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebsecn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebsecn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebsecn.com
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	苏一耘		13828709460	suy1@ebsecn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebsecn.com
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebsecn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebsecn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebsecn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebsecn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebsecn.com
私募业务部	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebsecn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebsecn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebsecn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebsecn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebsecn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebsecn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebsecn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebsecn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebsecn.com
		王涵洲		18601076781