

北京江西等地将复查培训机构

——教育行业跨市场周报（第59期）

行业周报

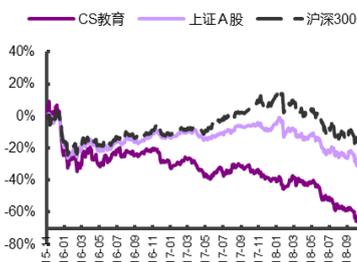
分析师

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2.77%,跑赢创业板指(vs1.32%)、跑赢沪深300(vs1.94%)。截至2019年1月11日,A股重点公司18/19年PE为25x/22x;港股重点公司FY18/FY19年PE为19X/14X;美股重点公司FY18/FY19年PE为39X/30X。A股周涨幅前三名的公司是:拓维信息(+18.31%)、三垒股份(+12.12%)、开元股份(+8.82%)。

◆**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:规范校外培训机构:中央文件落地执行,34省市地方细化政策因地制宜。**

自2018年8月国务院下发《规范校外培训机构发展的意见》后,全国34个省市自治区对各自地区的校外培训进行了规范整改。2018年底中央文件被落地执行,各个地区均严格遵守《意见》规定:(1)放学时间:不得晚于20:30;(2)收费上限:不得一次性收取时间跨度超过3个月的费用;(3)学习内容:禁止应试、超标、超前培训及与招生入学挂钩的行为,不得聘用中小学在职教师,培训内容不得超出相应的国家课程标准,不得留作业,严谨组织举办中小学生学科类等级考试、竞赛及进行排名;(4)办学场所:同一培训时间段内生均面积不低于3平方米,不拥挤且易疏散,确保符合国家关于消防、环保、卫生、食品经营等管理规定要求。

各个省市自治区也在国务院统一标准的基础上,因地制宜。重庆市在教学场所加强人防、物防、技防建设,确保每个教学场地配备1名及以上的专职保安人员;湖北省要求校外培训机构要在开班培训前15日将培训的内容、班次、招生对象、进度、上课时间等向所在地县级教育部门备案并向社会公布;安徽省对办学地点方面作出了详细规定,地点、楼层甚至每层分设男女厕所都有明令指出。教学场所面积方面,重庆要求机构办学必须500平米以上,最为严格,其余省市要求200-300平米。

◆**核心观点:北京、江西等地将复查培训机构整改防止寒假反弹。**

北京将复查培训机构整改防止寒假反弹。

近日北京市教委印发了《关于开展校外培训机构集中整改回头看的通知》。《通知》指出,北京市台账内校外培训机构已全部完成整改,为巩固成果,防止反弹,要求各区开展校外培训机构集中整改回头看工作;要重点关注寒假期间,对整改情况进行复查,特别要严肃查处隐蔽违法违规培训行为,全面规范校外培训秩序。截至2018年12月,北京已经整改培训机构7079家,整改进度达到93.67%。

江西将严查寒假违规补课，违规民办校或被吊销办学许可证。

为巩固 2018 年以来中小学校违规补课专项整治成果，江西教育厅近日下发《关于进一步加强师德师风建设严禁中小学校和在职教师寒假期间违规补课的通知》。《通知》明确，除对高三年级的学生，在坚持自愿和不收费的原则下，可在寒假适当安排教学外，全省中小学校在寒假期间一律不得组织学生集体补课、上新课或参加各种名义的培训班。对发现的违规补课学校以及校长、教师，将责成属地教育行政部门严肃处理并公开曝光；对违规的民办中小学校，将约谈学校举办者，情节严重的可能给予停止招生甚至吊销办学许可证的处罚。

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 7.17 元/股和考虑股本增厚后 61.67 亿股本，440 亿元市值对应 19-20 年 P/E 约为 30x 和 23x，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 37x 和 32x，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美元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

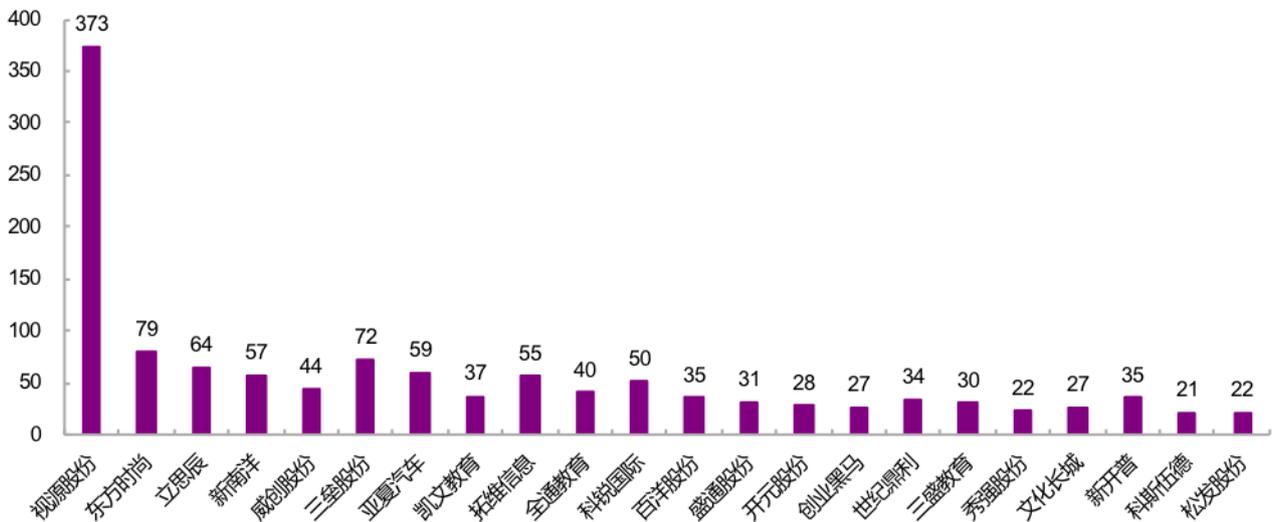
1、 教育行业跨市场表现回顾	6
1.1、 A 股教育行业表现回顾 (0107~0111)	6
1.2、 港股教育行业表现回顾 (0107~0111)	7
1.3、 美股中概股教育行业表现回顾 (0107~0111)	9
1.4、 新三板教育行业表现回顾 (0107~0111)	10
1.5、 一级市场教育行业融资总结 (0107~0111)	10
2、 教育行业评级分析和投资策略	11
2.1、 估值分析.....	11
2.2、 投资建议.....	11
3、 风险因素	12
4、 上周重点报告	12
4.1、 全美在线递交招股书，拟 A 股 IPO 上市——教育行业跨市场周报（第 58 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	15
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（0107~0111）

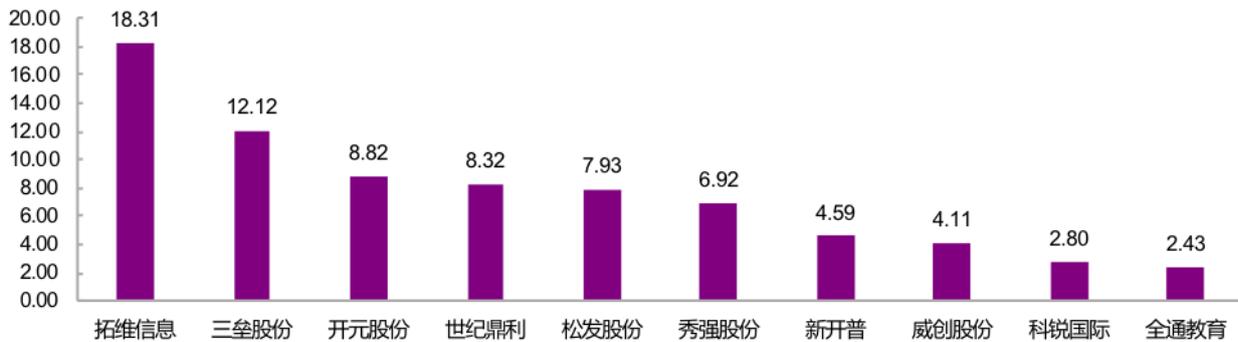
市场回顾。上周（2019年1月7日至2019年1月11日），A股教育行业22家重点公司中17家公司上涨，涨幅前三名为拓维信息、三垒股份、开元股份，涨幅分别为+18.31%、+12.12%、+8.82%。

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11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7日至2019年1月11日。

表 1: A 股教育行业重点公司列表

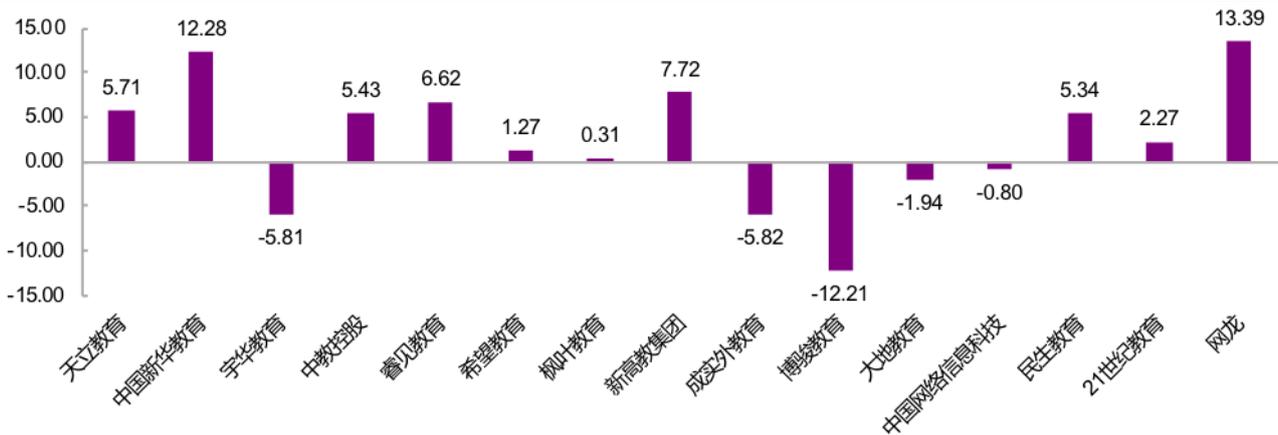
行业	公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (X)			
					2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
信息化	视源股份	002841.SZ	373	56.88	1.06	1.47	1.99	2.62	54	39	29	22
培训	百洋股份	002696.SZ	35	8.92	0.29	0.54	0.67	0.82	31	17	13	11
培训	文化长城	300089.SZ	27	5.52	0.13	0.46	0.55	0.63	42	12	10	9
培训	开元股份	300338.SZ	28	8.02	0.47	0.53	0.71	0.88	17	15	11	9
培训	盛通股份	002599.SZ	31	9.55	0.29	0.48	0.65	0.79	33	20	15	12
信息化	全通教育	300359.SZ	40	6.32	0.10	N/A	N/A	N/A	63	N/A	N/A	N/A
信息化	三盛教育	300282.SZ	30	12.05	0.09	0.58	0.60	0.64	N/A	21	20	19
培训	三垒股份	002621.SZ	72	20.82	0.05	0.11	0.56	0.64	N/A	N/A	37	33
学校	凯文教育	002659.SZ	37	7.37	0.05	0.06	0.29	0.55	N/A	N/A	25	13
信息化	拓维信息	002261.SZ	55	5.04	0.06	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
培训	立思辰	300010.SZ	64	7.38	0.23	0.24	0.26	0.28	32	31	28	26
信息化	佳发安泰	300559.SZ	53	37.60	1.02	1.40	1.81	2.27	37	27	21	17
学校	威创股份	002308.SZ	44	4.81	0.22	0.25	0.30	0.36	22	19	16	13
学校	秀强股份	300160.SZ	22	3.71	0.19	N/A	N/A	N/A	20	N/A	N/A	N/A
培训	创业黑马	300688.SZ	27	39.04	0.83	0.77	0.88	0.97	47	50	45	40
其他	科锐国际	300662.SZ	50	27.91	0.47	0.62	0.83	1.05	59	45	34	26
培训	新南洋	600661.SH	57	20.02	N/A	0.51	0.67	0.87	N/A	39	30	23
其他	松发股份	603268.SH	22	17.29	0.52	N/A	N/A	N/A	33	N/A	N/A	N/A
其他	科斯伍德	300192.SZ	21	8.67	0.02	0.52	0.44	0.54	N/A	17	20	16
培训	东方时尚	603377.SH	79	13.48	0.56	0.48	0.61	0.74	24	28	22	18
培训	世纪鼎利	300050.SZ	34	6.25	0.21	N/A	N/A	N/A	30	N/A	N/A	N/A
信息化	新开普	300248.SZ	35	7.29	0.37	0.51	0.69	0.93	20	14	11	8
信息化	亚夏汽车	002607.SZ	59	7.17	0.09	0.16	0.23	0.30	80	43	30	23
平均									38	30	25	22

资料来源: Wind, 光大证券研究所注: (1) 股价为 2019 年 1 月 11 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 (0107~0111)

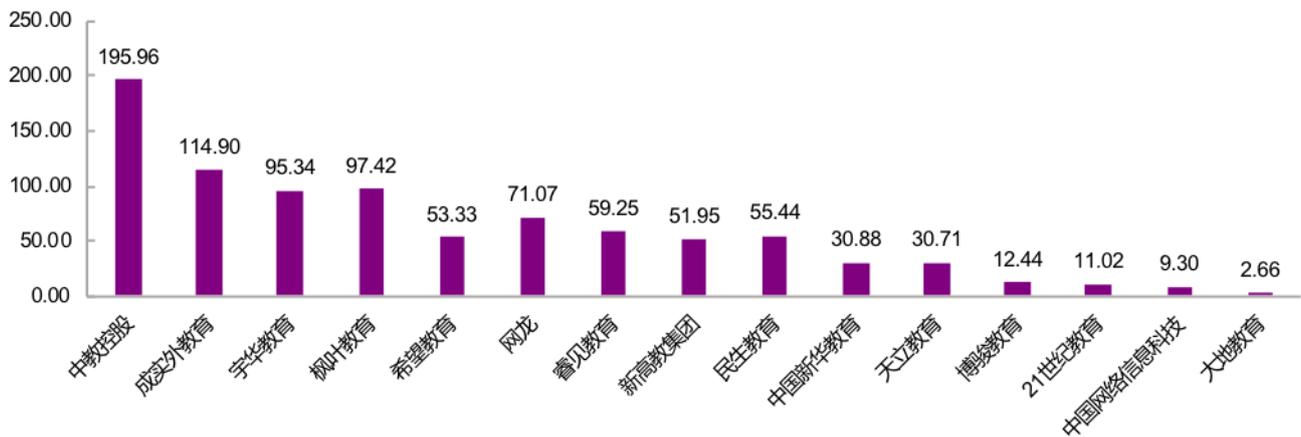
市场回顾。上周 (2019 年 1 月 7 日至 2019 年 1 月 11 日), 港股中概股教育行业 15 家公司中 10 家公司股价上涨。

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 7 日至 2019 年 1 月 11 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 11 日市值。

表 2：港股教育行业部分重点公司列表（单位：港元）

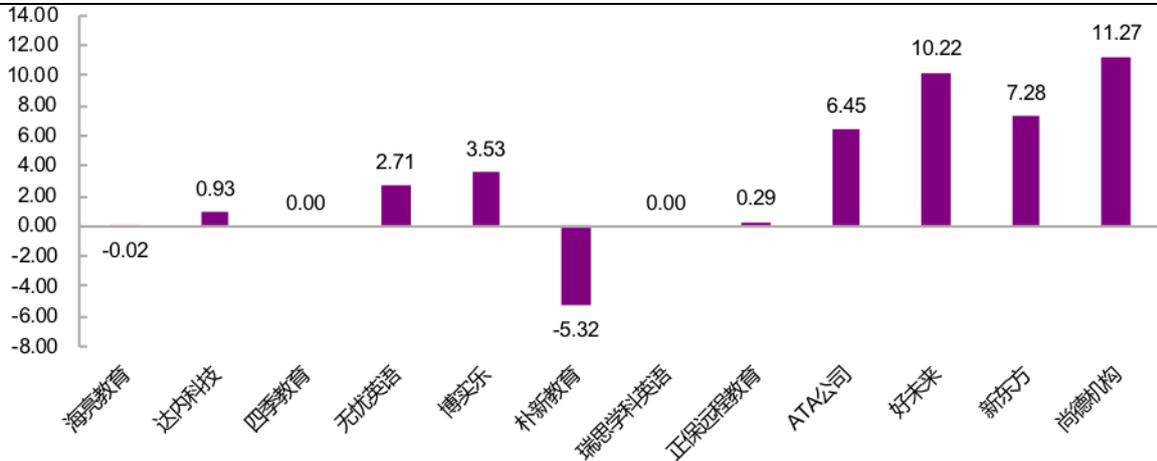
公司简称	股票代码	市值 (亿港元)	股价 (港元)	截止 月份	净利润 (百万港元)				PE (X)			
					2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
成实外教育	1565.HK	115	3.72	12	367	444	595	782	31	26	19	15
网龙	0777.HK	71	13.38	12	-25	237	355	407	N/A	30	20	17
枫叶教育	1317.HK	97	3.27	8	487	609	776	971	20	16	13	10
宇华教育	6169.HK	95	2.92	8	372	568	773	873	26	17	12	11
民生教育	1569.HK	55	1.38	12	311	395	494	559	18	14	11	10
睿见教育	6068.HK	59	2.90	8	237	366	467	599	25	16	13	10
中教控股	0839.HK	196	9.70	12	513	808	1039	1198	38	24	19	16
中国新华教育	2779.HK	31	1.92	12	212	271	321	376	15	11	10	8
新高教集团	2001.HK	52	3.63	12	279	375	496	622	19	14	10	8
平均									24	19	14	12

资料来源：Wind，光大证券研究所注：（1）股价为 2019 年 1 月 11 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 (0107~0111)

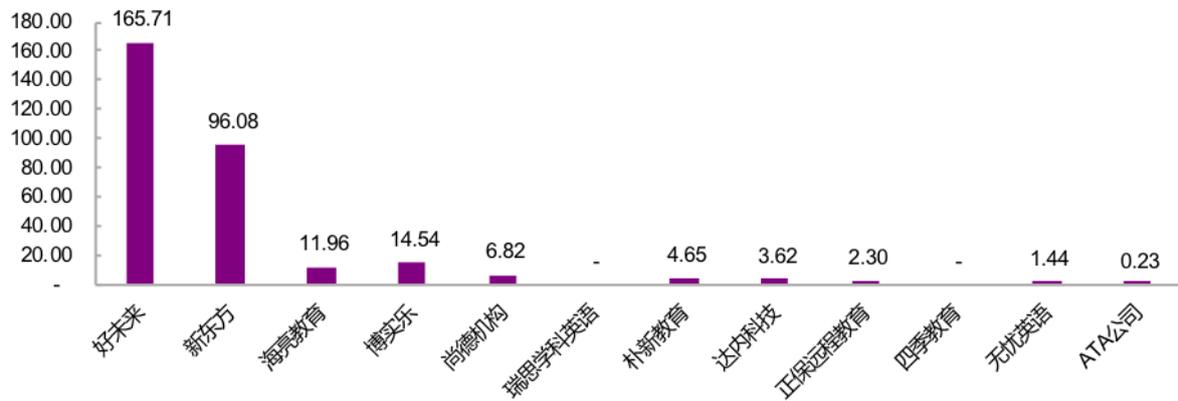
上周 (2019 年 1 月 7 日至 2019 年 1 月 11 日)，美股中概股教育行业 12 家公司中 8 家公司股价上涨。

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 7 日至 2019 年 1 月 11 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 2019 年 1 月 11 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	96	60.69	5	274	296	300	35	32	32
好未来	TAL.N	166	29.23	2	117	198	275	142	84	60
达内科技	TEDU.O	4	6.54	12	42	54	70	9	7	5
博实乐	BEDU.N	15	11.43	8	26	44	66	56	33	22
海亮教育	HLG.O	12	46.41	6	25	N/A	N/A	48	N/A	N/A
正保远程教育	DL.N	2	6.89	9	15	N/A	N/A	15	N/A	N/A
瑞思学科英语	REDU.O	5	8.20	12	-7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
平均								51	39	30

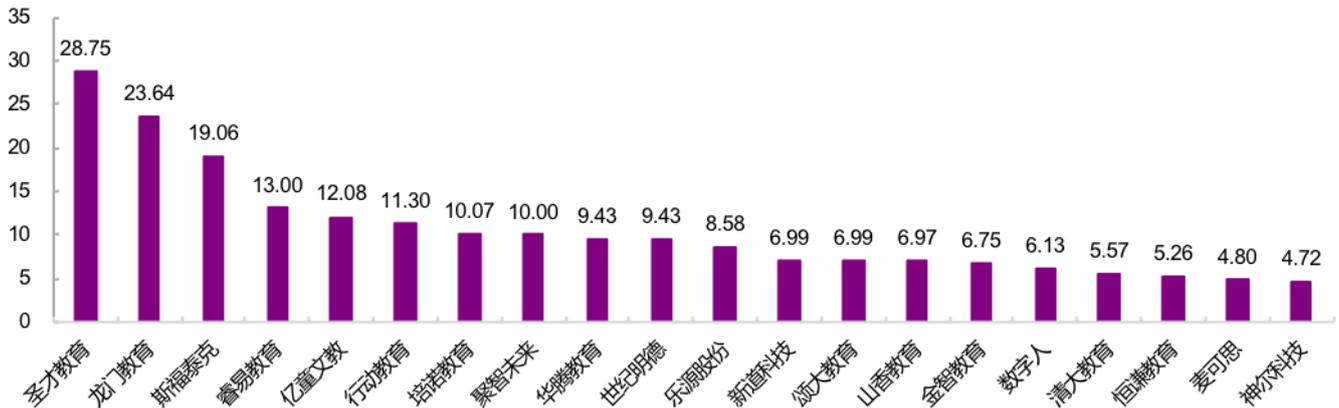
资料来源：Wind，光大证券研究所注：(1) 股价为 2019 年 1 月 11 日收盘价；(2) 公司业绩预测采用 Bloomberg 一致预期，新东方、好未来、正保远程教育、博实乐、海亮教育 FY2017 是 2017 财年实际净利润、其余公司 FY2017 为 Bloomberg 一致预期；(3)

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 (0107~0111)

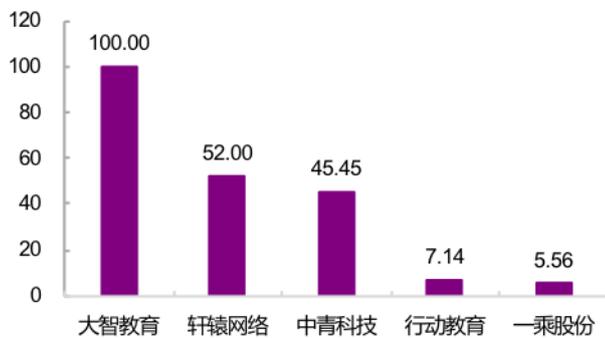
新三板教育行业表现回顾。新三板教育板块共有 210 家公司。上周(2019 年 1 月 7 日至 2019 年 1 月 11 日)，21 家公司构成的做市板块中有 8 家发生交易，187 家公司构成的竞价板块中有 7 家发生交易。

图 7：新三板教育行业市值前 20 名 (单位：亿元)



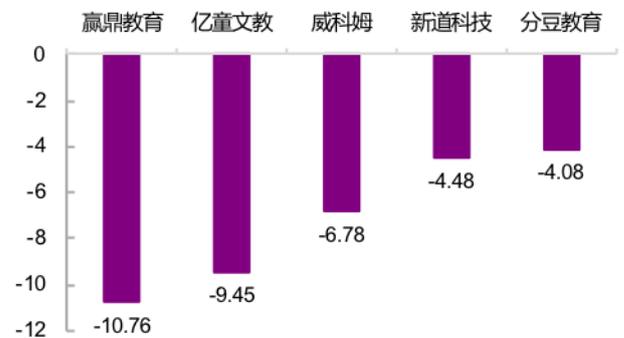
资料来源：Wind，光大证券研究所注：数据为 2019 年 1 月 11 日市值。

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 7 日至 2019 年 1 月 11 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 7 日至 2019 年 1 月 11 日。

1.5、一级市场教育行业融资总结 (0107~0111)

上周 (2019 年 1 月 7 日至 2019 年 1 月 11 日)，共 8 家一级市场教育公司公布获得融资的消息。(1) 1 月 7 日，青蛙研学宣布获得数百万人民币天使轮融资；豌豆思维完成 1500 万美元 A 轮融资；(2) 1 月 8 日，上海云鑫以 2.5 亿元人民币增资完美数联；(3) 1 月 9 日，道远课堂获新晋创投千万人民币 A+轮融资；博思通高能数学完成近百万元种子轮融资；子乐科技宣布已完成数千万 Pre-A 轮融资；(4) 1 月 11 日，云朵课堂公布已于去年 7 月完成近亿元 B 轮融资；offer 先生公布已于 2018 年 8 月完成千万元 Pre-A 轮融资。

表 4：上周公布的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
青蛙研学	1月7日	数百万	天使轮	未公布	青少年研学旅行成长平台
豌豆思维	1月7日	1500 万美元	A 轮	DCM、创新工场	在线少儿数学思维教育品牌
完美数联	1月8日	2.5 亿元	增资	上海云鑫	校园端金融品牌
道远课堂	1月9日	千万元	A+轮	新进创投	在线教育品牌
博思通	1月9日	近百万元	种子轮	个人	全年龄段数学教育品牌
子乐科技	2018 年 7 月	数千万	Pre-A 轮	险峰长青	少儿教育品牌
云朵课堂	2018 年 7 月	近亿元	B 轮	东方富海、头头是道、飞图资本	在线教育技术服务商
Offer 先生	2018 年 8 月	千万元	Pre-A 轮	险峰长青	在线职业教育品牌

资料来源：Wind，光大证券研究所

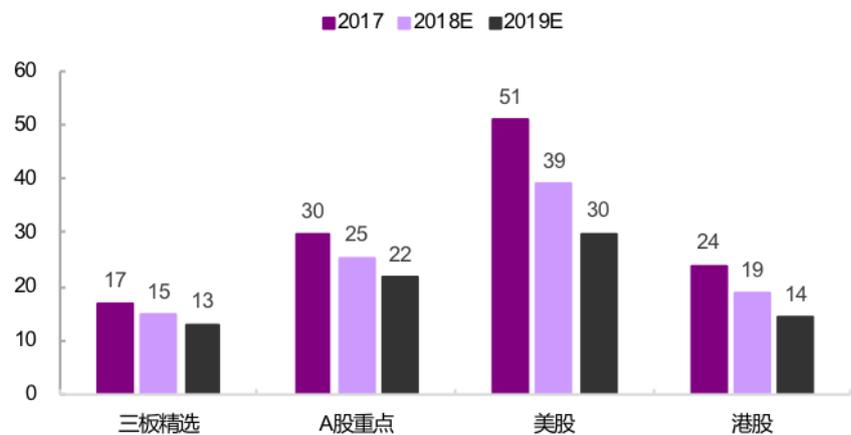
2、教育行业评级分析和投资策略

2.1、估值分析

估值梳理。截至 2019 年 1 月 11 日，各市场估值情况如下：

- 1、A 股教育：重点公司 2018/2019 年 PE 为 25X/22X；
- 2、港股教育：重点公司 2018/2019 年 PE 为 19X/14X；
- 3、美股教育：重点公司 FY2018/FY2019 年 PE 为 39X/30X；

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 11 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 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、全美在线递交招股书，拟 A 股 IPO 上市——教育行业跨市场周报（第 58 期）

外发时间：2019 年 1 月 6 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 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%)。

◆**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：全美在线提交招股书，拟 A 股 IPO。**

国内人才测评服务机构全美在线(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，前者为全美在线的主要收入来源。根据招股书资料，2015-2017 年以及 2018 年 1-6 月，公司分别实现营业收入 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。2018 年上半年，公司资格认证考试测评业务板块的收入为 1.30 亿元，占总收入的 76.35%。

2015 年美国上市公司 ata 将 ATA(全美在线)旗下考试业务进行逐步地分拆，直到 2015 年底全部分拆完毕，当时 ATA(全美在线)是美国上市公司 ata 的全资子公司。2018 年，ATA(全美在线)携同高瓴资本、鼎晖投

资以 2 亿美元将 ATA (全美在线) 私有化, 此次交割了 ata90% 的业务。2018 年下半年, ATA Inc. 宣布完成与全美在线的出售交割。

◆**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 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

新开普（300248.SZ）：股份转让（01/07）

公司股东杨维国等九位向上海云鑫转让公司股份合计3021万股，约占公司目前总股本的6.28%，转让完成后公司实际控制人仍为杨维国先生。

亚夏汽车（002607.SZ）：重组调整（01/07）

公司在实施2018年前三季度分红方案后，对本次重组进行调整：股份发行价格由3.66元/股调整为3.27元/股；股份发行数量由46.90亿股调整为53.47亿股。

三盛教育（300282.SZ）：终止股票期权激励计划（01/08）

公司终止实施2016年股票期权激励计划，注销尚未行权的股票期87.6万份。

三垒股份（002621.SZ）：股东增持（01/09）

公司控股股东珠海融诚以集中竞价交易的方式完成增持公司股票约303万股，增持后持股比例约为总股本的30%；公司部分高管陈鑫先生等以集中竞价交易的方式完成增持公司股票共计约91万股，占公司总股本的0.26%。

三盛教育（300282.SZ）：股东减持（01/10）

公司股东王文清先生的一致行动人新余市宜诚投资管理有限公司减持公司股份约 249 万股，减持比例为约为 1%，减持完成后持有股份占总股本比例为 0.79%。

盛通股份 (002599.SZ)：股权质押及解除质押 (01/11)

公司股东贾春琳先生近日解除质押公司股份 2161 万股，占其所持股份的 51.86%；随后又质押公司股份 2000 万股，其所持公司股份累计被质押 3920 万股，占公司总股本的 12.08%。

开元股份 (300338.SZ)：补充质押 (01/11)

公司控股股东罗建文先生补充质押公司股份 1346 万股，累计质押公司股份约 4616 万股，占其持有公司股份的 85.49%，占公司总股本的 13.37%。

5.2、海外上市公司重要公告

宇华教育 (6169.HK)：发行可转债 (01/10)

公司通过美林证券公司授权发行价值 9.4 亿港元、于 2020 年到期的可转换债券。

6、业内动态

青蛙研学获得数百万人民币天使轮融资 (芥末堆, 01/07)

“青少年研学旅行成长平台”青蛙研学宣布获得数百万人民币天使轮融资，本轮融资将主要用于产品研发，平台系统搭建以及团队人才培养，为 2019 年规范化快速覆盖全国市场做准备。

教育部回应艺考报名问题 (教育部, 01/07)

教育部表示高度重视，已指导和督促有关高校通过增加报名渠道、延长报名时间、增加考点等措施，确保有意愿参加校考的考生都能报名并参加考试。同时也提醒有关考生及时关注招生院校发布的公告。

学习类 APP 发展与规范 (鲸媒体, 01/07)

近日，光明网以“学习类 APP 发展与规范”为主题，召开“互联网+教育座谈会”，旨在营造良好的互联网+教育育人环境，既保障中小学生健康成长，又充分利用互联网手段促进学习，提高学习效果，促进教育公平等。

上海云鑫以 2.5 亿元人民币增资完美数联 (鲸媒体, 01/08)

新开普、完美数联、上海天维恒瑞企业管理合伙企业与上海云鑫创业投资有限公司签署相关交易协议，上海云鑫拟以人民币 2.5 亿元人民币对完美数联进行增资。本次交易交割全部完成后，上海云鑫将持有完美数联 30% 股权。

宝宝玩英语联合艾瑞聚焦幼儿在线英语启蒙 (芥末堆, 01/08)

宝宝玩英语联合艾瑞咨询，发布《中国在线幼儿启蒙英语行业白皮书》：0-6 岁在线启蒙英语虽尚未达到全面爆发点，但基于家庭教育的系统性英语启蒙，正在成为继成人英语、少儿英语之后的第三个风口。

子乐科技宣布获得数千万 Pre-A 轮融资 (芥末堆, 01/09)

子乐科技宣布已于去年7月获得数千万Pre-A轮融资，由险峰长青领投。公司将于近期发布第一款产品：杜丫丫AI英语学习机启蒙版。它是一个针对儿童优化的人工智能音箱+触摸屏+内嵌自制课程的三位一体的智能设备。

博思通完成近百万元种子轮融资（鲸媒体，01/09）

博思通高能数学对外宣布完成近百万元种子轮融资，投资方为个人，资金主要用于产品完善与客户服务。公司产品覆盖幼儿启蒙到高三年龄段的用户，为K12私立中小学和幼儿园等教育机构服务。

豌豆思维宣布完成A轮1500万美元融资（芥末堆，01/10）

少儿数学思维教育品牌“豌豆思维VIPThink”宣布完成A轮1500万美元融资。本轮融资由DCM领投，创新工场跟投。本轮融资将用于课程体系拓展、AI智能教室建立等方面。。

企鹅辅导推出“三位一体生态大语文”（鲸媒体，01/10）

腾讯企鹅辅导举办“三位一体生态大语文”发布会并发布正式发布“三位一体大语文”产品体系。产品主要包括六大核心及三大板块，授课模式以“直播课+微课+短视频”的组合方式呈现。

Offer先生获千万元Pre-A轮融资，险峰长青投资（芥末堆，01/10）

在线职业教育品牌“offer先生”宣布已于去年8月完成千万元Pre-A轮融资，投资方为险峰长青。offer先生创始人王梓帆表示，该轮融资资金将主要投入课程研发和市场推广，此前offer先生已完成由慧科资本领投的数百万天使轮融资。

在线教育技术服务商云朵课堂完成近亿元B轮融资（鲸媒体，01/10）

在线教育技术服务商云朵课堂已于2018年7月完成近亿元B轮融资，投资方是东方富海、头头是道和老股东飞图资本。本轮融资将用于产品迭代，以及提供更多增值服务。

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	haohui@ebscn.com
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	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	
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebscn.com
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	
私募业务部		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
	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	