东吴证券
SOOCHOW SECURITIES

供需失衡长期成长赛道，重视教培投资机会

证券分析师：张良卫、张家琦
执业证书编号：S0600516070001、S0600521070001
联系电话：021-60197988
二零二五年五月五日

目录

- 1、行业思考
- 2、政策口径趋于温和，提供成长土壤
- 3、从日韩经验看，教培是长期成长赛道
- 4、教培为万亿需求下的千亿赛道
- 5、龙头供给恢复，行业扩张受制于牌照审批限制
- 6、AI教育
- 7、相关标的
- 8、风险提示

摘要：供需失衡长期成长赛道，AI应用加速落地

- 在“双减”与“疫情”冲击后，教培行业迎来恢复期。政策口径趋于温和，为教培公司提供了成长的土壤。新周期呈现供需失衡局面。一方面教培需求刚性且不断提升，高中教培有望受益于高考报名人数增加趋势。我们预期K12参培率稳中有升，驱动教培行业规模增长。另一方面行业有效供给有限：小黑班边际成本高且有监管风险；二三线机构的扩张受制于牌照审批限制与营销政策约束；头部公司有望凭借长期积累的品牌、口碑及团队迅速扩张，提升市占率。新供需失衡格局下，客单价有望稳步提升。

- AI打破了教育行业“高质量、大规模和个性化”的不可能三角，短期实现了对原产品或服务的降本、增效和提质；长期看，AI有望放大供给侧头尾差异，提升行业集中度；随技术进步有望诞生现象级应用和新商业模式。

建议关注：学大教育、新东方、好未来。

风险提示：市场竞争加剧风险、政策不及预期风险、宏观经济波动风险。

注：“小黑班”是指在“双减”政策背景下，以隐蔽方式违规开展学科类培训的非法机构或个人。

1.1 行业思考：教培以品牌、口碑和团队积累筑底

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

图：线下教培超额利润拆解

		单位收入	单位成本	
客单价	名师	品牌吸引名师	教研	摊薄成本
	品牌	品牌支撑溢价		
课时数	科目数	✓ 课程体系是前置条件	教师	分工教学、师生比、管理
	转化率	✓ **口碑、品牌是壁垒**	租金	课型、产能利用率
生命周期	续费率	✓ 体验是关键 ✓ 保证体验靠师资、教研和配套服务	获客成本	存量转化、马太效应

对多数家庭来说，教培消费取决于教育预期回报。教培需求受到宏观经济波动、社会舆论、企业营销等因素影响。教培利润因“学生-家长”的委托代理关系而增厚。

教培帮助客户更快、更好、更省地实现目标。教培 vs 公办差异体现在培训方法论和体系；教培龙头 vs 同业差异体现在管理优势及规模优势，归结于品牌、口碑及团队的长期积累；优秀的教育公司有独特的商业模式和产业理解。

以传统线下模型为例，龙头超额利润源于：

- 收入端：名师、品牌支撑高客单价；形成“服务效果、用户体验好->转化率、续费率高->扩大教研投入和人才激励”的正反馈。
- 成本端：存量转化、马太效应下获客成本低；教研、教师、租金成本摊薄；表现在销售费用率、师生比等指标上。

1.2 行业思考：教培是长坡厚雪的服务业赛道

➢ **教培依靠营销，属于“短腿”生意**

营销：教培是后验产品，家长择课缺乏专业性。营销对实际消费影响大，是竞争的重点战场。

短腿：供应商、客户对时间成本敏感；各地学情不同，教材、考试具有区域性特征；能做成全国性公司不易。

➢ **教培是“长坡厚雪”赛道**

空间大：教培是万亿级教育需求下的千亿级赛道，双减前好未来+新东方市占率约5%-10%。

成长慢：参考日韩情况，参培率、客单价有望长期缓慢提升。

需求刚性：在教育资源有限且分配不均的核心矛盾下，教培具有必选消费性质，优质教育资源稀缺。

➢ **教培本质是服务**

服务学生：教培提供陪伴，帮助吸收知识，缓解学生“天生排斥应试教育”的问题。

服务家长：教培提供配套服务，与家长沟通缓解焦虑，提供情绪价值。

作为服务行业，公司运作核心是如何吸引人才、管理人才、留住人才。

2 政策口径趋于温和，提供成长土壤

教培政策大方向难以改变，执行或趋于宽松：

1. 2022M12政策定调**“支持和规范民办教育发展”**（《扩大内需战略规划纲要》）。
2. 《校外培训管理条例（征求意见稿）》并未新增约束性内容，**表述口径趋于温和。**
3. 从线下渠道情况看，2024M7后龙头公司拓展新网点较顺利。

表：重要政策文件/会议中“双减”口径对比

时间	文件/会议	表述	解读
2025	《政府工作报告》	**巩固“双减”成果，**持续优化基础教育生态。	展望2025年段落中“双减”**并未出现。**
2022	全国教育工作会议	**持续打好“双减”攻坚落实战，**深入推进学前教育普及普惠发展，大力推进义务教育优质均衡发展。	2025年会议中“双减”**并未出现。**
2023	《教育部2023年工作要点》	深入推进“双减”。**继续把“双减”工作摆在突出位置、重中之重，**巩固成果、健全机制、扫除盲点、提升水平、维护稳定、强化督导。	
2024	全国教育工作会议	着眼人口变化趋势加强前瞻性布局，深化基础教育提质扩优工程，**巩固深化“双减”成果，**为学生全面发展和社会全面进步、为国家富强和民族复兴筑牢根基、积蓄后劲。	
2025	全国教育工作会议	坚持以人民为中心发展教育，持续提升教育公共服务质量和水平。健全与人口变化相适应的基础教育资源统筹调配机制。	

图：双减时间线梳理

2021M7：“双减”正式落地，针对义务教育阶段校外培训进行**严格治理与全面规范**

2022-2023：一系列补充政策的出台，**政策标准逐渐细化**（学科和非学科界定、K9和高中学段培训监管态度逐渐明朗）

2023M10：《校外培训行政处罚暂行办法》**补充完善执行层面问题**

2024M2：《校外培训管理条例（征求意见稿）》，系统总结现有政策和基层实践并转化为法规制度，着力推进校外培训治理规范化、法治化

2025：政策缓和期

2 政策口径趋于温和，提供成长土壤

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

表：“双减”以来重点政策梳理

时间	文件	内容
2021M7	《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》	坚持从严治理，全面规范校外培训行为。各地**不再审批新的面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构，**现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构，线上学科类机构改为审批制，学科类培训机构一律**不得上市融资，严禁资本化运作，**对非学科类培训机构分类制定标准、严格审批……强化常态运营监管，培训机构融资及收费应主要用于培训业务，坚决禁止不正当竞争，严禁聘请在境外的外籍人员开展培训活动……做好培训广告管控，主流媒体、新媒体、公共场所、居民区各类广告牌和网络平台等不刊登、不播发校外培训广告
2021M11	《关于做好校外培训广告管控的通知》	严格落实有关政策文件要求，不区分学科类、非学科类，要确保做到主流媒体及其新媒体、网络平台以及公共场所、居民区等线上线下空间**不刊登、不播发面向中小学（含幼儿园）的校外培训广告。**要集中时间、集中力量对主流媒体及其新媒体、网络平台以及公共场所、居民区等线上线下空间校外培训广告开展全面排查，清理存量、杜绝增量
2021M11	《义务教育阶段校外培训项目分类鉴别指南》	从**培训目的、培训内容、培训方式、结果评价**特征，界定“学科类培训项目”的判别依据
2022M3	《关于规范非学科类校外培训的公告》	**全面规范非学科类培训，使其成为学校教育的有益补充**……各地要区分体育、文化艺术、科技等类别培训机构，明确相应主管部门。省级主管部门要结合本地实际，牵头制定相应类别线上和线下培训机构的基本设置标准
2022M11	《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》	综合运用行政、经济、法律手段，着力破解在标准、价格、安全、质量等方面的突出问题……统筹校内与校外，强化学校教育主阵地作用，落实德智体美劳全面发展要求，**增加非学科类学习供给，**同步深化非学科类培训治理，更广泛地满足学生多样化需求
2023M10	《校外培训行政处罚暂行办法》	《办法》依据行政处罚法、民办教育促进法等上位法和规章立法权限，明确擅自举办校外培训机构，擅自开展学科类隐形变异培训，擅自举办社会性竞赛，违反法律、行政法规和国家有关规定开展培训活动等违法情形及法律责任
2024M2	《校外培训管理条例（征求意见稿）》	称校外培训是指学校教育体系外，面向社会开展的，**以中小学生和3至6岁学龄前儿童为对象，以提高学业水平或者培养兴趣特长等为主要目的，**有组织或系统性的教育培训活动；……校外培训**按照学科类和非学科类实行分类管理……**面向义务教育阶段学生实施的学科类校外培训，**应当依法实行政府指导价管理，由省级人民政府制定收费管理办法。**其他校外培训的收费价格，应当报审批机关备案
2024M4	北京“双减”专项行动启动会	根据“双减”专项行动方案，北京市部署各区对符合设置标准的非学科类校外培训机构进一步强化统筹协调，畅通审批准入程序，平稳迅速完成审核、审批、法人登记信息变更等事项，**加快实现非学科类机构“应批尽批”**
2024M8	《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》	推动社会培训机构面向公众需求提高服务质量。指导学校按照有关规定通过购买服务等方式**引进具有相应资质的第三方机构提供非学科类优质公益课后服务**

资料来源：政府官网，东吴证券研究所

2 政策口径趋于温和，提供成长土壤

表：《校外培训管理条例（征求意见稿）》口径对比

	“双减”政策	《校外培训管理条例（征求意见稿）》	解读
校外培训定义	未明确	指学校教育体系外，面向社会开展的，**以中小学生和3至6岁学龄前儿童为对象**，以提高学业水平或者培养兴趣特长等为主要目的，有组织或系统性的教育培训活动	明确校外教培定义
审批&分类管理	各地**不再审批新的面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构，现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构。**对原备案的线上学科类培训机构，改为审批制……对非学科类培训机构，各地要区分体育、文化艺术、科技等类别，明确相应主管部门，分类制定标准、严格审批	校外培训办学许可由**县级以上人民政府教育行政部门审批。**利用互联网技术在线开展校外培训活动的，**由省级人民政府教育行政部门审批。**非学科类校外培训办学许可，**在向教育行政部门申请许可前，应当报同级行业主管部门审核同意……**面向义务教育阶段的学科类校外培训机构，应当登记为**非营利性法人**	1）明确审批主体，非学科类“严格审批”表述消失；2）义务教育阶段“不再审批新机构”表述消失
培训时间	校外培训机构不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假期组织学科类培训……线上培训要注重保护学生视力，每课时不超过30分钟，课程间隔不少于10分钟，培训结束时间不晚于21点	校外培训应当安排在培训所在地中小学教学时间之外的时间，不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假期组织义务教育阶段学科类培训。**省级人民政府教育行政部门**可以会同行业主管部门对培训时长、时段等作出具体规定	限制趋于宽松；省级部门作出规定
定价	将义务教育阶段学科类校外培训收费**纳入政府指导价管理**，科学合理确定计价办法，明确收费标准，坚决遏制过高收费和过度逐利行为……根据市场需求、培训成本等因素确定培训机构收费项目和标准，向社会公示、接受监督	面向义务教育阶段学生实施的学科类校外培训，**应当依法实行政府指导价管理，由省级人民政府制定收费管理办法。**其他校外培训的收费价格，**应当报审批机关备案**	义务教育阶段仍实行指导价管理，其他仅需备案
资本	学科类培训机构**一律不得上市融资，严禁资本化运作；**上市公司不得通过股票市场融资投资学科类培训机构，不得通过发行股份或支付现金等方式购买学科类培训机构资产……严格控制资本过度涌入培训机构，**培训机构融资及收费应主要用于培训业务经营**	校外培训机构融资及收取的费用，**应当主要用于**培训业务活动、改善培训条件和保障员工待遇	对资本限制趋于宽松
广告宣传	确保主流媒体、新媒体、公共场所、居民区各类广告牌和网络平台等**不刊登、不播发校外培训广告。不得在**中小学校、幼儿园内开展商业广告活动，**不得利用**中小学和幼儿园的教材、教辅材料、练习册、文具、教具、校服、校车等发布或变相发布广告	未提及	没有限制广告
课后服务	鼓励有条件的学校在课余时间向学生提供兴趣类课后服务活动，供学生自主选择参加……**可适当引进**非学科类校外培训机构参与课后服务，由教育部门负责组织遴选，供学校选择使用，并建立评估退出机制	县级以上地方人民政府应当完善经费保障机制，通过多种方式，**引入质量高、信用好的**非学科类校外培训机构参与学校课后服务，满足学生多样化需求	对教培机构参与课后服务态度更积极

资料来源：政府官网，东吴证券研究所

表：历史上的减负政策

颁布机构	颁布时间	文件名称
教育部	1955M7	《关于减轻中小学过重负担的指示》
教育部临时党组	1964M3	《关于克服中小学学生负担过重现象和提高教学质量的报告》
教育部党组	1966M1	《关于减轻学生负担保证学生健康问题的报告》
教育部	1983M12	《关于全日制普通中学全面贯彻党的教育方针、纠正片面追求升学率倾向的十项规定》
国家教委	1988M5	《关于减轻小学生课业负担过重的若干规定》
国家教委	1993M3	《关于减轻义务教育阶段学生过重课业负担、全面提高教育质量的指示》
国家教委	1994M11	《关于全面贯彻教育方针，减轻中小学过重课业负担的意见》
教育部	2000M1	《关于在小学减轻学生过重负担的紧急通知》
教育部办公厅	2013M3	《关于开展义务教育阶段学校“减负万里行”活动的通知》
教育部	2013M8	《小学生减负十条规定》（征求意见稿）
教育部办公厅	2014M3	《关于开展义务教育阶段学校“减负万里行第2季”活动的通知》
教育部办公厅等四部门	2018M2	《关于切实减轻中小学生课外负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》
教育部办公厅	2018M8	《关于规范校外培训机构发展的意见》
教育部等九部门	2018M12	《中小学生减负措施》（减负三十条）
中共中央办公厅、国务院办公厅	2021M7	《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》

从1955年至2021年，中国政府针对学生课业负担问题持续出台政策，对教育减负工作长期关注、系统性推进。

本轮“减负”自2018年开启，其特征为：

1）力度加强：早期以教育部为主，2018年后多部门联合发文；2021年中共中央办公厅、国务院办公厅直接出台政策，凸显重视程度。

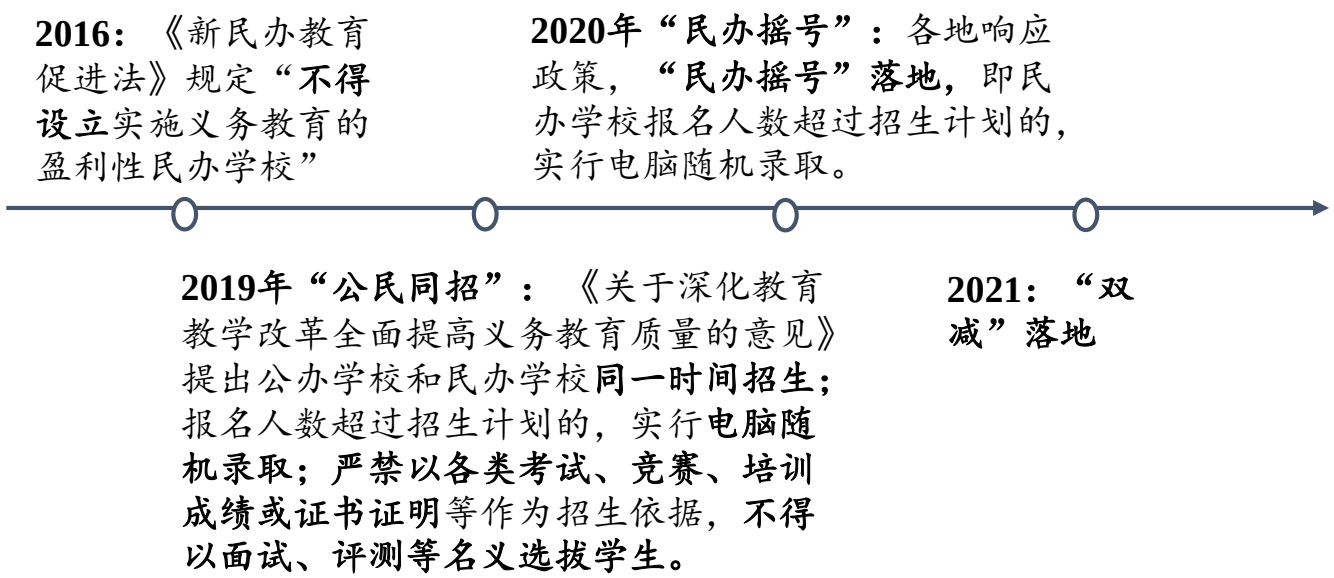
2）系统性改革，明确整治教培：早期“减负”聚焦校内课业控制，2018年后明确整治校外培训机构，校内校外同步“减负”。

资料来源：政府官网，东吴证券研究所

2 政策口径趋于温和，提供成长土壤

- **教育政策的目标之一是抑制低龄阶段筛选分层，维护义务教育普惠属性。**典型案例包括2016年《新民办教育促进法》提出“义务教育非盈利”，阻断资本对基础教育过度渗透；2019年“公民同招”取消民办学校优先录取权、2020年“民办摇号”推行随机录取，消解择校竞争前置化趋势。
- 宏观层面则服务于国家现代化建设、提升全民素质等目标。《中国教育现代化2035》提出2035年主要发展目标为：建成服务全民终身学习的现代教育体系、普及有质量的学前教育、实现优质均衡的义务教育、全面普及高中阶段教育、职业教育服务能力显著提升、高等教育竞争力明显提升、残疾儿童少年享有适合的教育、形成全社会共同参与的教育治理新格局。《中国教育现代化2035》对教育事业发展和人力资源开发目标给出指引。

图：“双减前”政策已有铺垫



表：教育事业发展和人力资源开发主要预期指标（%）

指标	2017A	2020A	2035E
学前教育毛入园率	79.6	85	>95
九年义务教育巩固率	93.8	95	97
域内义务教育均衡县（市、区）的比例	81	95	95
高中阶段教育毛入学率	88.3	90	97
高等教育毛入学率	45.7	50	65
学前教育教师接受专业教育比例	69.3	75	>95
义务教育专任教师中本科以上学历比例	66.1	75	>95
新增劳动力中受过高中及高等教育的比例	88	90	95
劳动年龄人口平均受教育年限（年）	10.5	10.8	12

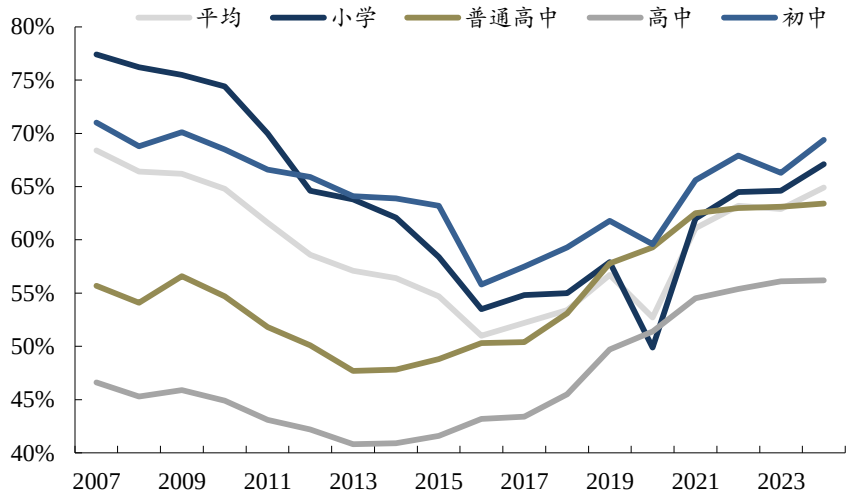
数据来源：《中国教育现代化2035》，东吴证券研究所

3 从日韩经验看，教培是长期成长赛道

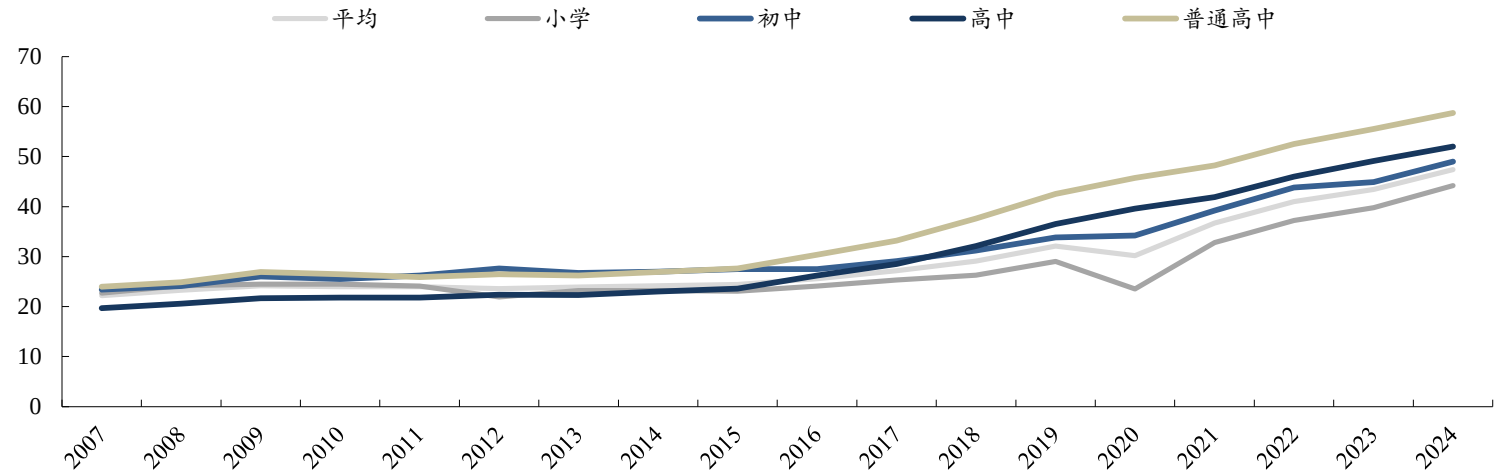
1980年韩国以《7 30教育改革措施》**全面禁止课外培训**，试图通过高考改革和强化公共教育缓解升学压力。然而，禁令催生地下补习，教培费用不降反升。1981年起政策逐步放宽，先后允许非学科培训、高三生及初中生补习，至2000年宪法法院裁定禁令违宪，取消补习禁令。从韩国情况看：

- **参培率恢复：**2024年韩国小学/初中/高中**参培率恢复至88%/78%/67%，**其中小学/初中/高中学科类参培率恢复至**67%/69%/56%。**
- **人均教培支出长久期提升：**2024年韩国学生月均课外教育支出提升至47.4万韩元，对应小学/初中/高中生月均课外教育支出**2007-2024 CAGR 4.0%/4.4%/5.9%。**
- **数学、英语是大头：**2024年韩国人均教培支出中数学/英语占比34%/27%，处于领先地位。

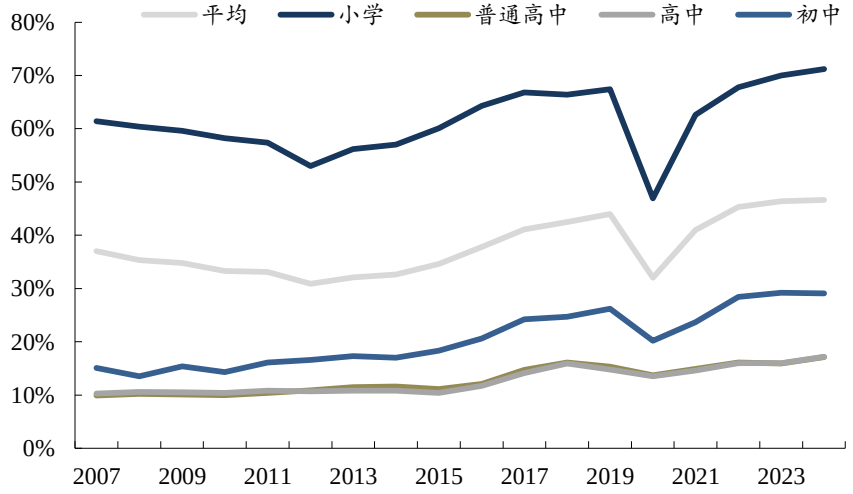
图：韩国学生学科类参培率分学制



图：韩国学生月均课外教育支出（万韩元）



图：韩国学生非学科类参培率分学制



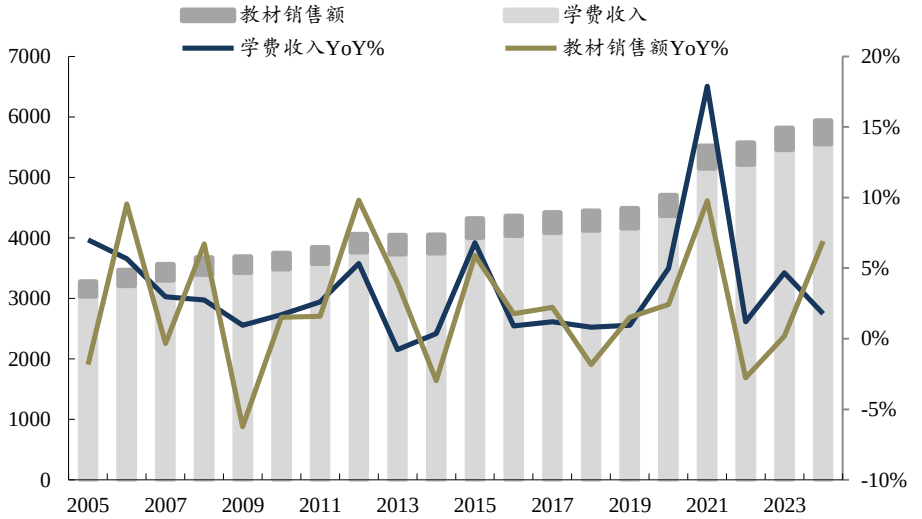
数据来源：KOSIS，东吴证券研究所

3 从日韩经验看，教培是长期成长赛道

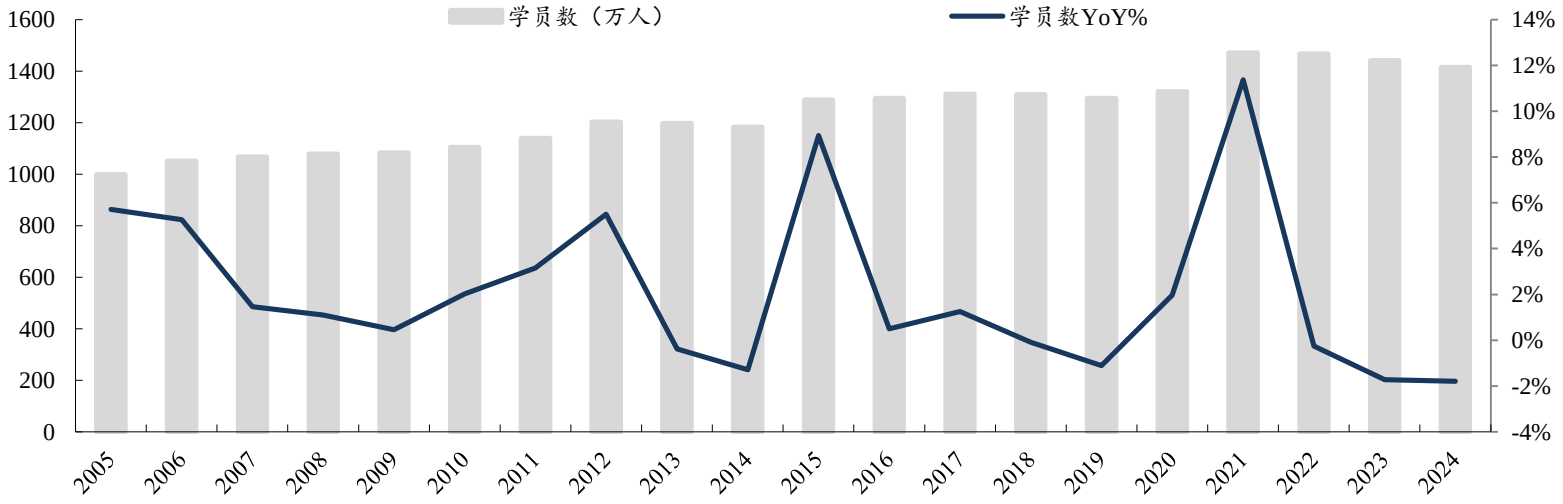
日本教育经历“宽松教育”到“去宽松化”。20世纪80年代起日本推行“宽松教育”，1980年实施的《学习指导要领》中，教学内容减少20%-30%；1988年版《学习指导要领》中强调授课单位时间弹性化、精简学习内容，重视活动与体验的“生活科”。21世纪初，日本学力滑坡引起社会舆论批评风潮，日本政府再次调整改革方向。2002年时任文部科学大臣远山敦子呼吁鼓励教师加强课外作业的布置以及为学生补习功课。2008年修订的《学习指导要领》中，基础教科学时增加，教学内容增加，“综合学习时间”学时减少。

- 近年来日本教培行业规模持续提升，2024年教培总销售额提升至5934亿日元，**对应2004-2024 CAGR 3.3%。**
- **参培率提升带动学员数增长。**2017年小学/初中参培率提升至33.7%/51.9%；2024年教培学员数增长至1415万人，**对应2004-2024 CAGR 2.0%。**

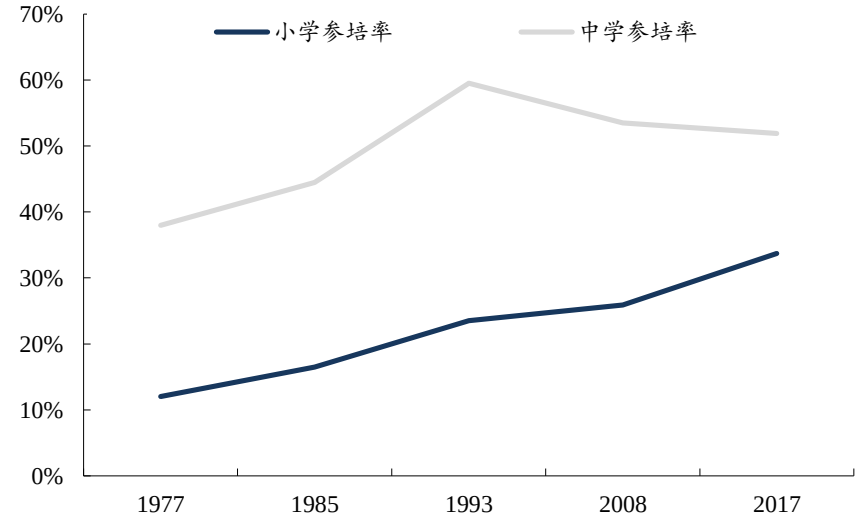
图：日本补习班销售额（亿日元）



图：日本补习班学员数及同比



图：日本小学生及中学生参培率

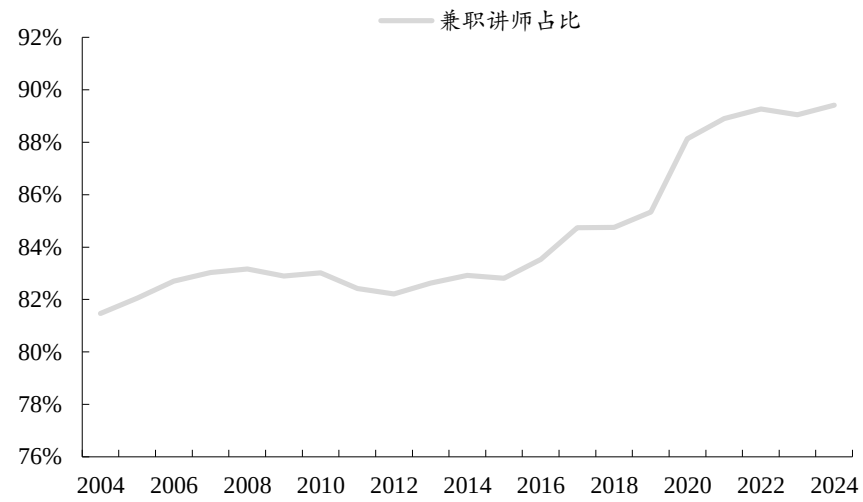


数据来源：《日本中小学校外学习塾运行机制研究》，日本经济产业省，东吴证券研究所

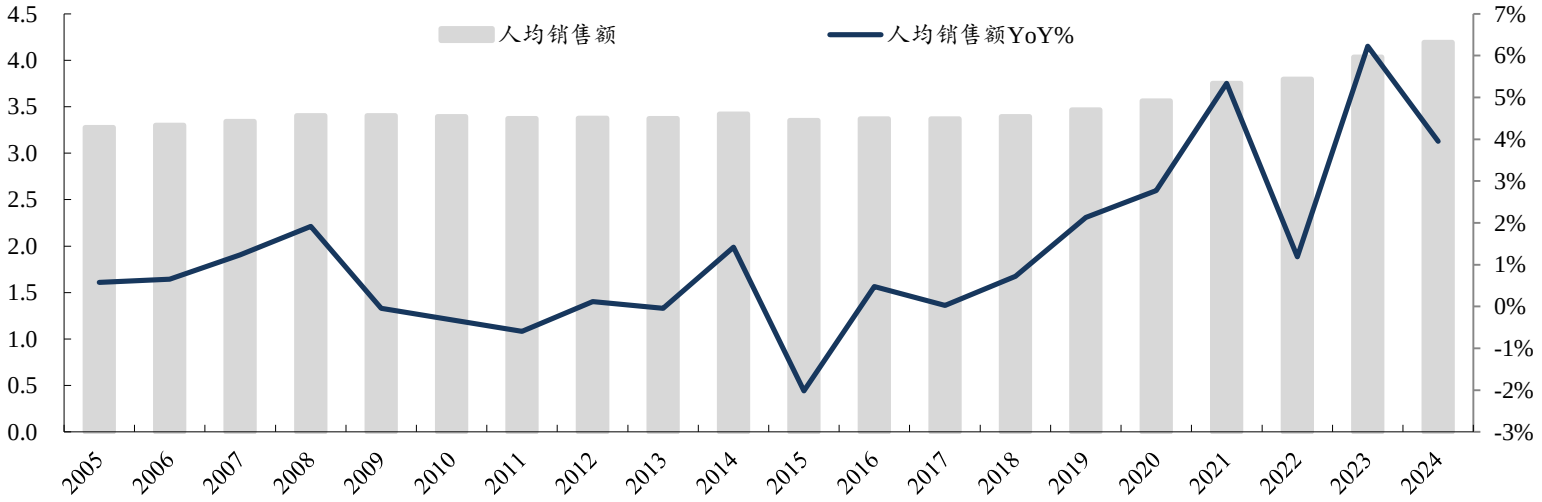
3 从日韩经验看，教培是长期成长赛道

- 近年来人均销售额整体呈现上升趋势，2024年人均销售额提升至4.2万日元，对应**2004-2024 CAGR 1.3%**。
- 2016年前人均销售额增速缓慢或因供给充分所致。2016年前机构数量增速较快，对应2004-2016 CAGR 4.0%，2016年后机构数量增速放缓、兼职讲师占比提升、师生比下降，人均销售额稳步提升（剔除疫情影响）。

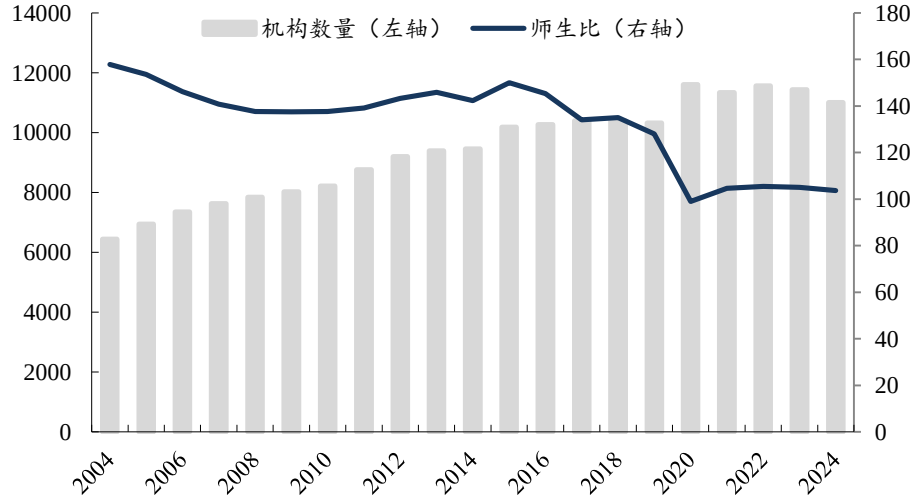
图：日本补习班兼职讲师占比提升



图：日本补习班人均销售额（万日元）



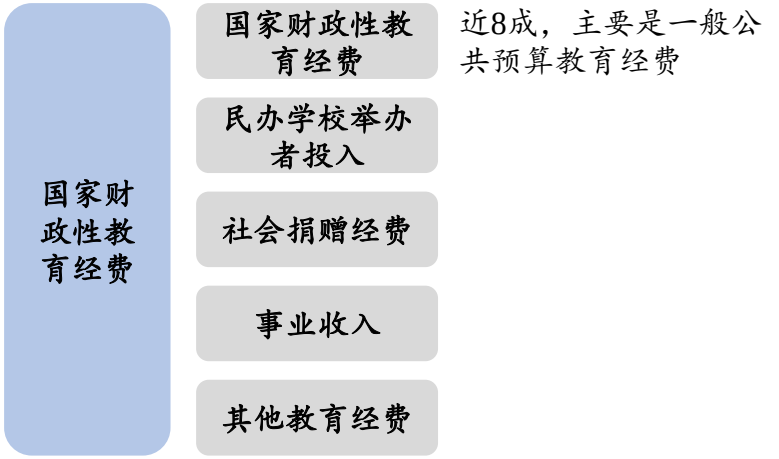
图：补习机构数量提升，师生比下降



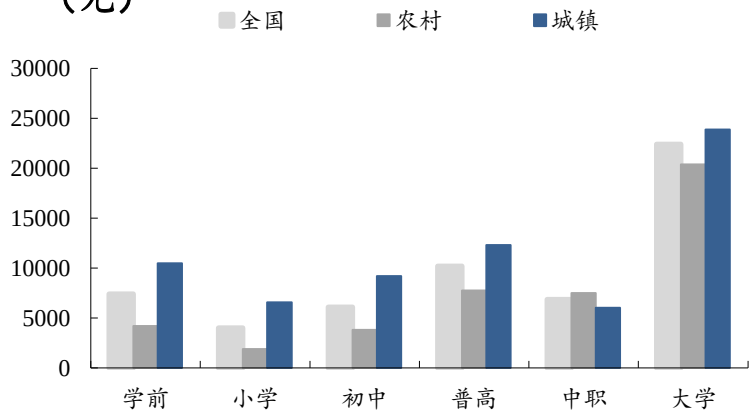
数据来源：日本经济产业省，东吴证券研究所

- **双减前全社会教育投入约为6万亿元，家庭支出规模约2万亿。**根据《中国教育财政家庭调查》，2018-2019学年全国家庭教育支出平均为1.13万元，生均支出8139元。《调查》估算2018年全国各学段家庭教育支出总体规模约2.2万亿。2018年全国教育经费总投入为4.6万亿，其中国家财政性教育经费3.7万亿，非财政性教育经费0.9万亿，《调查》初步估计2018年全国普通全日制教育各学段的全社会教育投入为6.2万亿。
- 我国财政性教育经费的主要部分为国家财政性教育经费中的一般公共预算教育经费，2018年后受地方财政状况影响，生均一般公共预算教育经费增长逐步停滞，市场化教育补充公办教育的趋势有望强化。

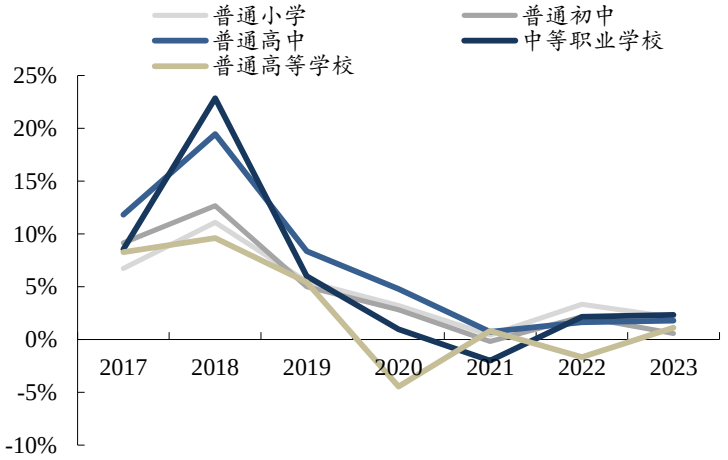
图：国家财政性教育经费构成



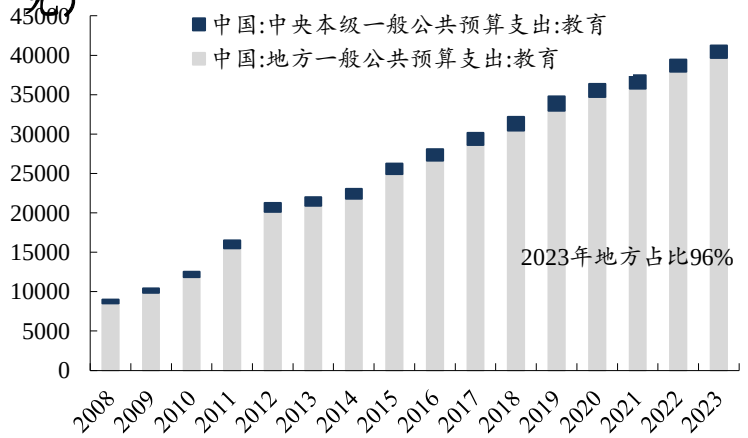
图：2019年教育家庭投入拆分（元）



图：各级生均一般公共预算教育经费同比

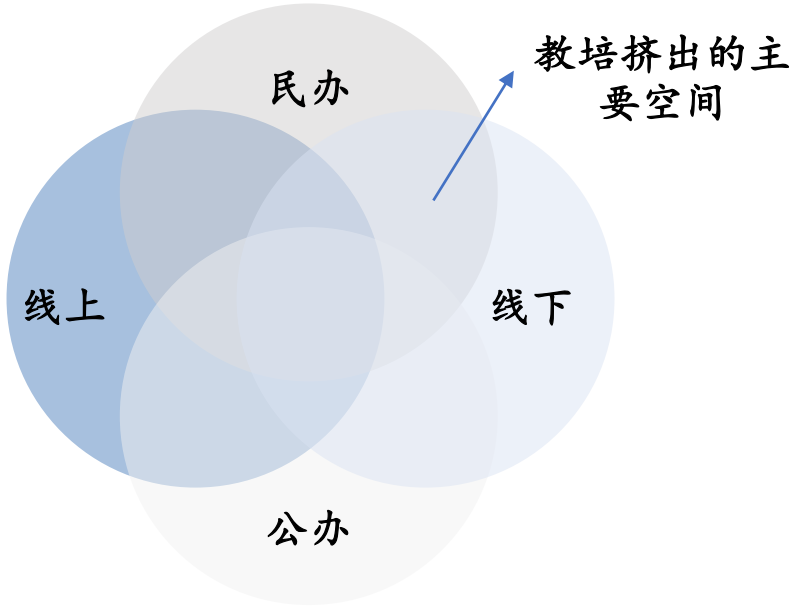


图：中央与地方教育一般公共预算支出（亿元）



数据来源：Wind，《中国教育财政家庭调查》，《全国教育经费执行情况统计公告》，东吴证券研究所

图：教培填补了未被满足的需求



教育需求是“千人千面”的，教培满足了差异性需求：

- ✓ **位置差异：**源于优质教育资源不充分、分布不平衡的矛盾
- ✓ **效率差异：**公立教育数量和质量供给不足，提分效率存差异
- ✓ **体系差异：**教育理念、方法和内容存差异

教培可以聚焦应试、提分目标。在市场化竞争中，教培行业供给侧优胜劣汰，灵活调整以满足“千人千面”、随时代变化的教育需求。在择校成本高且选择有限的背景下，教培挤出的市场空间有望不断扩大。

4 高考报名人数逐年增加，竞争趋于激烈

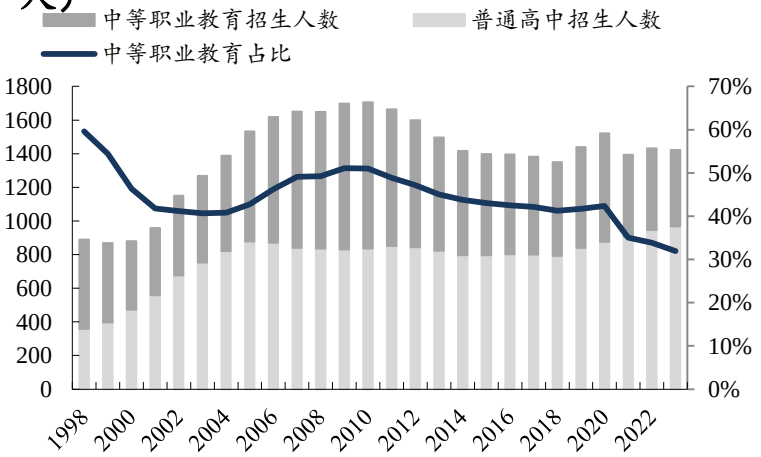
高考报名人数逐年增加，本科录取率呈降低趋势。高考报名人数从2017年的940万人增长至2024年的1342万人，对应CAGR 5.2%；而本科录取率从2017年的43.7%下降至2023年的37.0%，部分原因为：

- **普高生比例提高。**1998年以来我国中等职业教育招生占比呈下滑趋势，主要系“包分配”就业政策取消、高校扩招冲击和社会观念变化。近年来多地放宽职普分流比例，教育部部长怀进鹏在接受新华社采访及在《学习时报》发文时均指出举办“少而精”的中等职业教育，普高生比例提高趋势有望延续。
- 复读生增加及升学途径拓宽，例如高职单招、对口升学和成人高考。

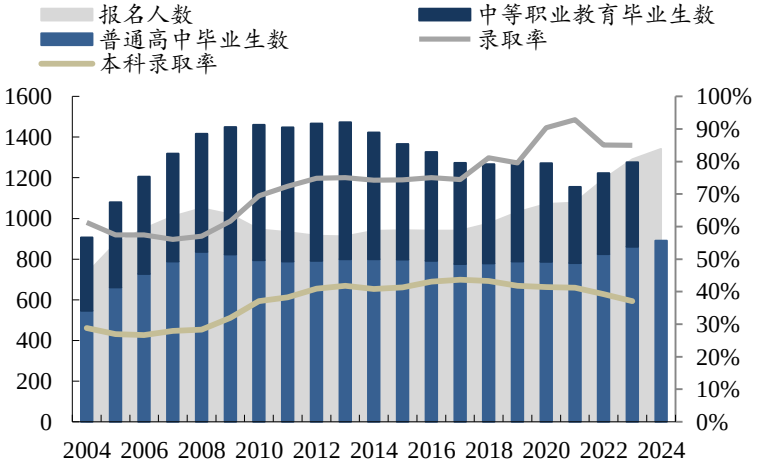
表：我国职普分流历程

时间	文件/会议	内容
1983	《关于改革城市中等教育结构、发展职业技术教育的意见》	力争到1990年使各类职业技术学校在校生与普通高中在校生的**比例大体相当**
1985	《中共中央关于教育体制改革的决定》	我国广大青少年一般**应从中学阶段开始分流……**力争在5年左右，使大多数地区的各类高中阶段的职业技术学校招生数**相当于普通高中的招生数**
1991	《国务院关于大力发展职业技术教育的决定》	使全国高中阶段职业技术学校的在校生人数**超过普通高中的在校生人数**
1994	《国务院关于《中国教育改革和发展纲要》的实施意见》	大部分地区以初中后分流为主，大力发展中等职业教育，逐步做到50-70%的初中毕业生进入中等职业学校或职业培训中心。到2000年各类中等职业学校年招生数和在校生数占高中阶段学生数的比例，全国平均保持在60%左右；普及高中阶段教育的城市可达到70%。
2001	职业教育与成人教育工作会议	把“全国高中阶段职业教育招生数和在校生数与普通高中的规模大体相当”作为“十五”期间中等职业教育发展的目标
2005、2006	职业教育与成人教育工作会议	完成中等职业教育扩大招生100万人
2024	多地破题高中阶段普职比例限制，扩大普通高中学位供给	

图：中等职业教育招生占比下滑（万人）



图：高考报名人数及本科录取率（万人）

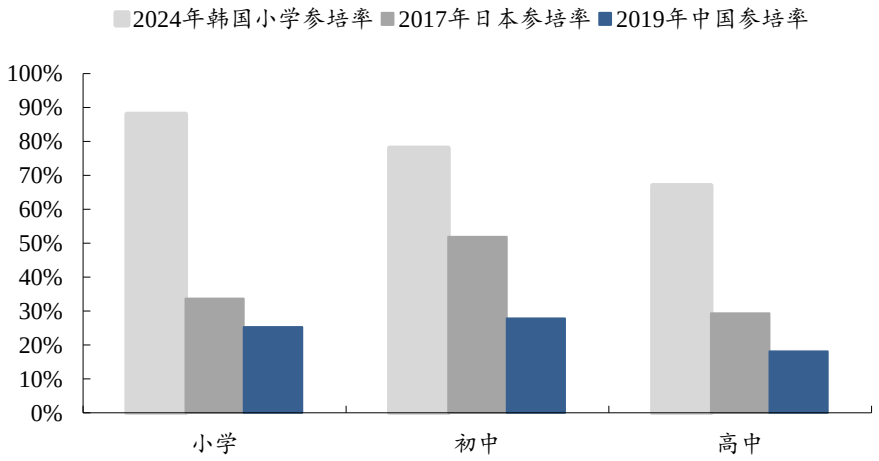


数据来源：Wind，教育部，国家统计局，东吴证券研究所

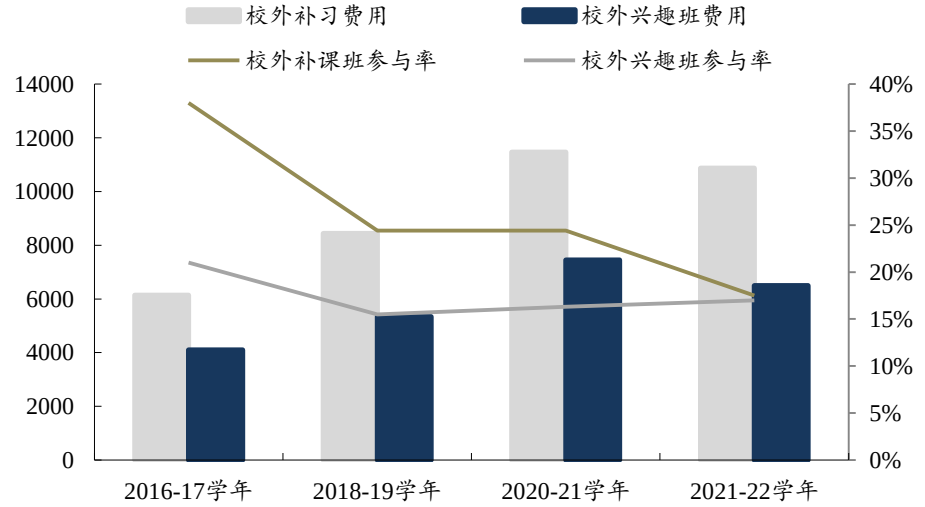
根据《中国教育财政家庭调查》，2019年我国小学/初中/高中生学科培训参培率分别为25.3%/27.8%/18.1%；年平均校外补习支出为6580/9887/12208元。根据国家统计局出生人口数据、毛入学率数据，我们测算2019年小学/初中/高中教培市场空间分别为1655/1352/979亿元，教培市场空间有望稳步恢复：

- **参培率有望提升：**双减后小学初中参培率大幅缩减。中性情形下我们预期参培率逐步恢复至双减前水平，乐观情形下参培率对标日韩发展路径长久期提升。
- **客单价提升已形成趋势：**近年来补课班涨价趋势清晰，头部机构客单价年涨幅近5%，在供求失衡格局下涨价趋势有望延续。

图：中国参培率仍有很大提升空间



图：我国校外补习情况分年份（元）



表：教培行业规模测算

	2019
小学阶段人口（万人）	9652
初中阶段人口（万人）	4794
高中阶段人口（万人）	4948
小学毛入学率	103%
初中毛入学率	103%
高中毛入学率	90%
小学参培率	25%
初中参培率	28%
高中参培率	18%
小学人均教培支出（元/年）	6580
中学人均教培支出（元/年）	9887
高中人均教培支出（元/年）	12208
K12教培总市场空间（亿元）	3985
小学教培市场空间（亿元）	**1655**
初中教培市场空间（亿元）	**1352**
高中教培市场空间（亿元）	**979**

数据来源：KOSIS，Benesse教育综合研究所，《中国教育财政家庭调查》，东吴证券研究所

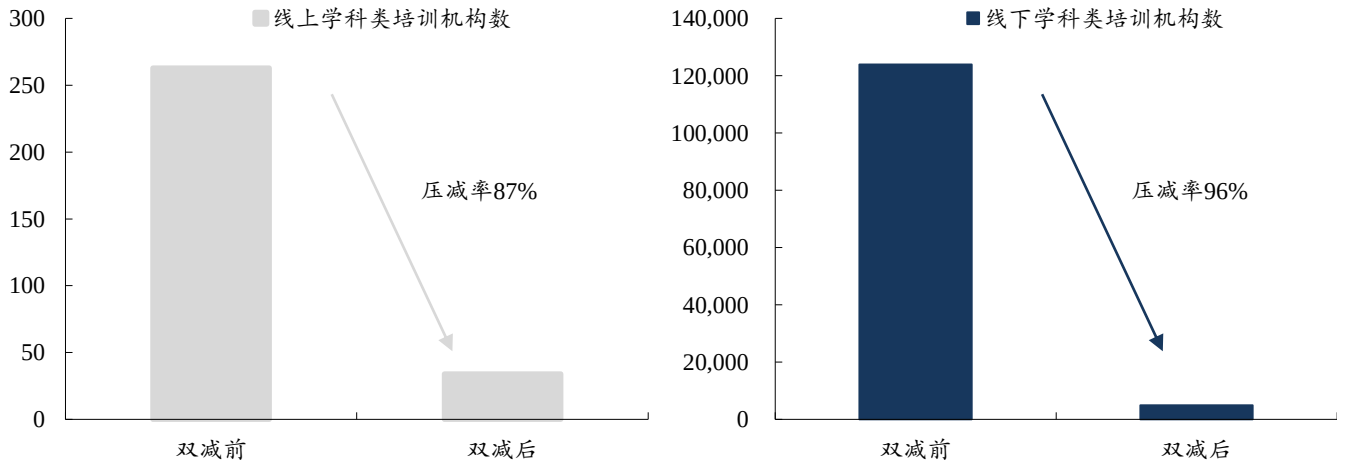
5 龙头供给恢复，行业扩张受制于牌照审批限制

双减整治了虚假宣传、营销泛滥、低价恶性竞争的行业乱象，行业产能迅速出清。

- **量**：根据国务院数据，义务教育阶段线下学科类培训机构数量由原来的12.4万个压减至4932个，压减率96%；线上学科类培训机构由原来的263个压减至34个，压减率87.1%。
- **价**：学科类培训收费在政府指导价标准出台后平均下降4成以上。

各教培公司终止K9学科类培训，拓展素养教育、职业教育、直播带货、文旅服务等新曲线实现业务转型。

图：双减前后培训机构数量变化情况（个）

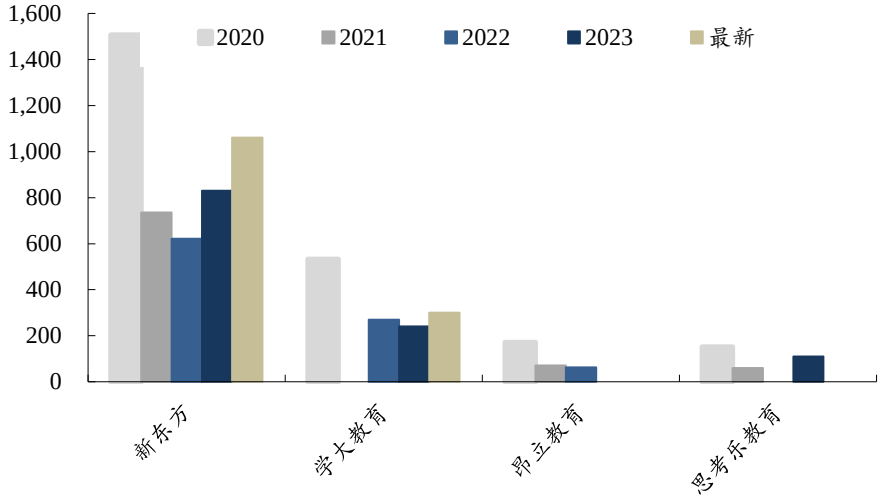


表：教培公司转型措施

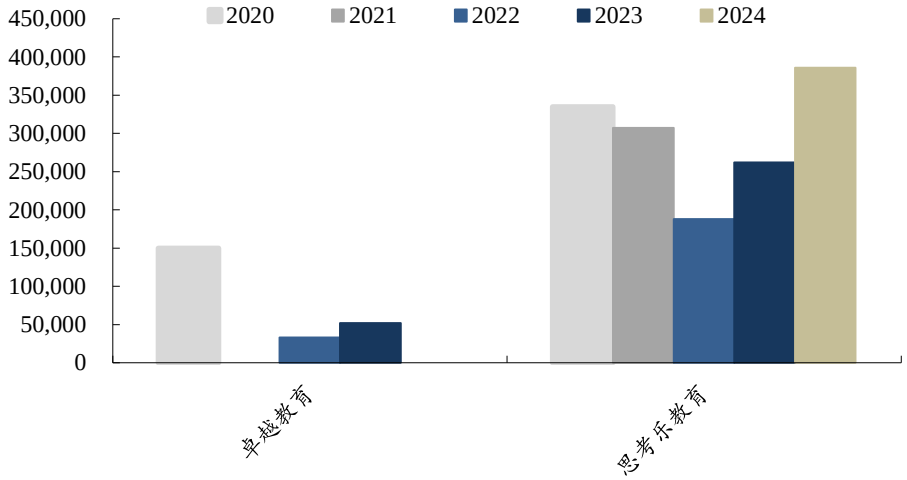
公司	转型措施
新东方	终止K9学科类培训；剥离部分外语学校； 拓展非学科类培训业务线； 拓展面向B端和C端的“东方创科”； 拓展直播带货&文旅业务；
好未来	终止K9学科类培训；成立非营利性机构“乐读”； 打造学而思素养新品牌； 拓展B端未来学校（原“美校”）； 拓展直播带货“学而思优品”（原“学家优品”）； 开发学习机及九章大模型（MathGPT）
学大教育	终止K9学科类培训，聚焦高中1v1； 拓展职业教育新曲线； 布局文化服务（句象书店）
昂立教育	终止K9学科类培训；幼儿段打造凯顿儿童成长中心，聚焦“语言、科学、艺术”；中学段打造实践创造营、户外研学营等，推出综合素养教育方案
卓越教育	终止K9学科类培训； 形成“素质教育+职业教育+全日制学校”体系
思考乐教育	终止K9学科类培训； 形成素养课程、国际教育、高中和文旅服务四大业务板块

5 龙头供给恢复，行业扩张受制于牌照审批限制

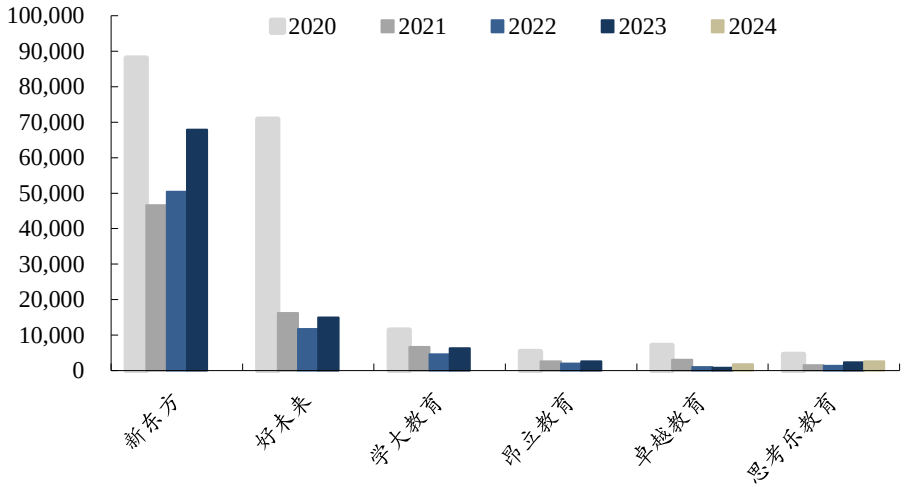
图：教培公司网点数变化情况（个）



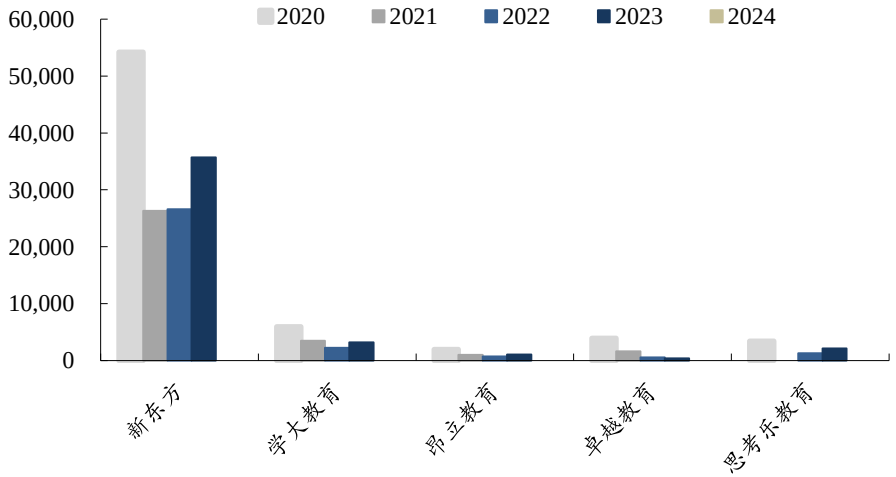
图：教培公司招生数变化情况（人）



图：教培公司员工数变化情况（人）



图：教培公司教师数变化情况（人）

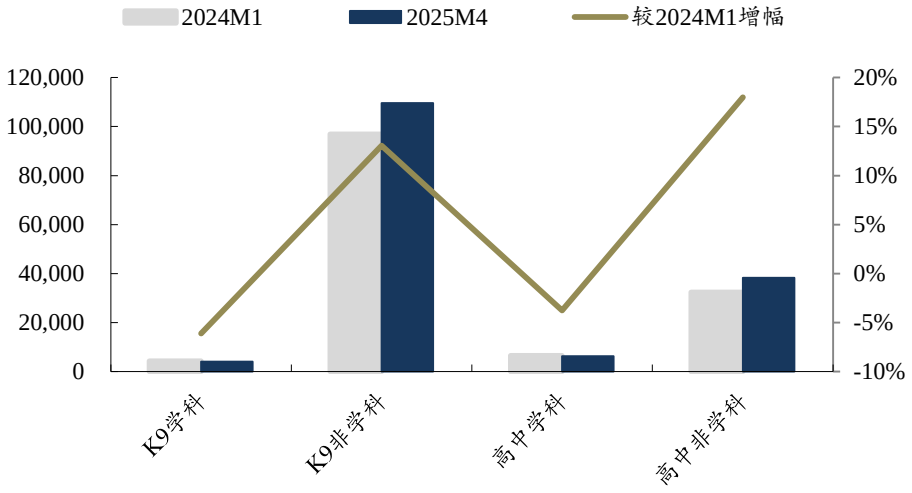


头部机构网点、招生数、员工及教师数快速恢复：

- **网点：**新东方3Q24学习中心数量为1061家、学大教育24年底个性化教育中心超300家、思考乐教育2023年学习中心数量为110个，分别恢复至2020年的70%/56%/72%水平。
- **员工及教师：**新东方/好未来/学大教育23年员工数同比+35%/+28%/+37%至6.8/1.5/0.6万人，教师数同比+34%/+43%/+49%至3.6/0.3/0.1万人。

数据来源：Wind，各公司公告，东吴证券研究所；注：新东方，好未来原数据为财年口径，根据实际年份/季度进行调整；昂立教育网点数为上海直营口径；新东方最新网点数据截至3Q24，学大教育最新网点数据截至2024年末

图：行业牌照数量变化情况（个）



学科类牌照减少，非学科类牌照有所恢复。截至2025年4月22日，K9学科/K9非学科/高中学科/高中非学科牌照数量分别为4045/109608/6260/38257张，较2024年1月增幅分别为-6%/+13%/-4%/+18%。牌照收紧限制了二三线产能扩张。

相较小黑班，头部机构在合规性、教研能力、获客能力具备优势，市占率有望提升。

1）**合规性：政策可能长期通过分类管理、价格指导等手段规范市场。**《全国校外教育培训监管与服务综合平台应用管理办法》提出通过校外培训公共服务平台向社会公开展示培训机构“黑白名单”，省级教育行政部门负责推广工作。在政策宽松期，小黑班依靠“灵活”、“隐蔽”特性带来的优势缩窄。

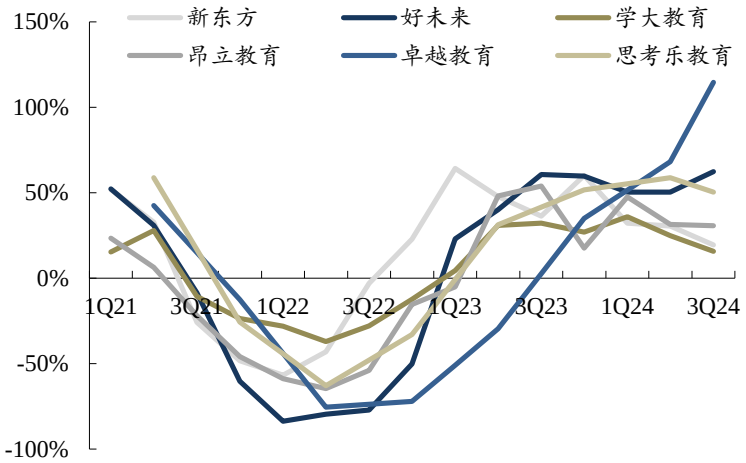
2）**教研能力：**头部机构拥有成熟的课程体系、技术平台和教研团队，能提供标准化服务覆盖更广泛的用户群体，能实时迭代应对需求变化。小黑班难以保证长期稳定一致的交付质量。

3）**获客能力。**小黑班获客特点是：主要以低价吸引下沉市场价格敏感型家长；依赖熟人经济。

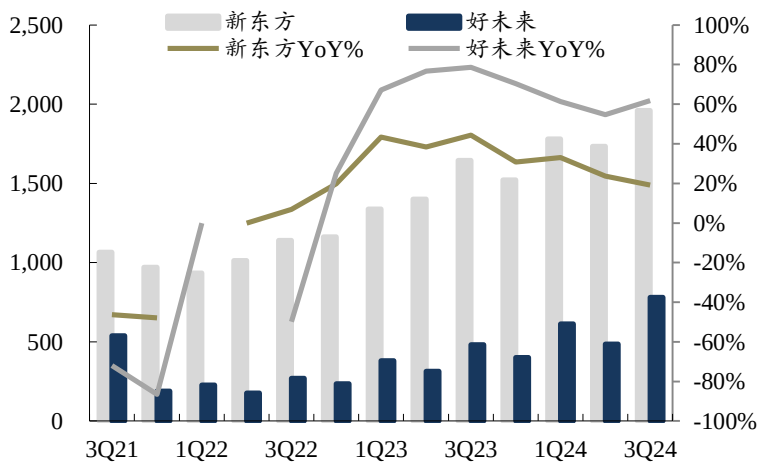
小黑班因“隐蔽性”考虑难以开展大班课程，头部机构凭借规模优势可实现更低的生均成本。扩张期头部机构获客线索更多、转化能力更强。

5 龙头供给恢复，行业扩张受制于牌照审批限制

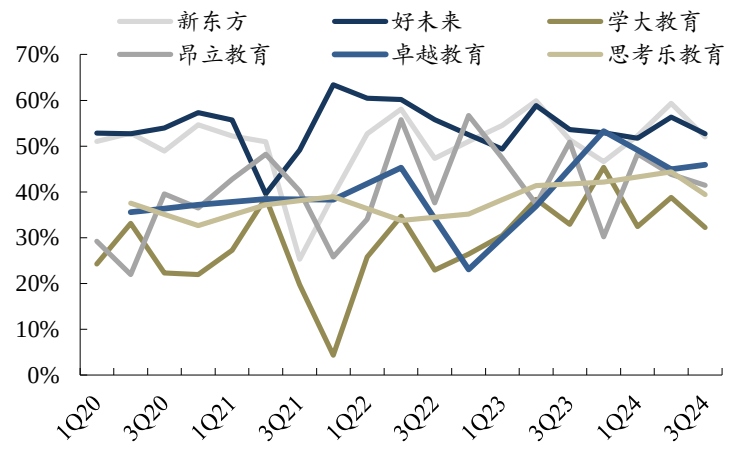
图：教培公司营业收入同比



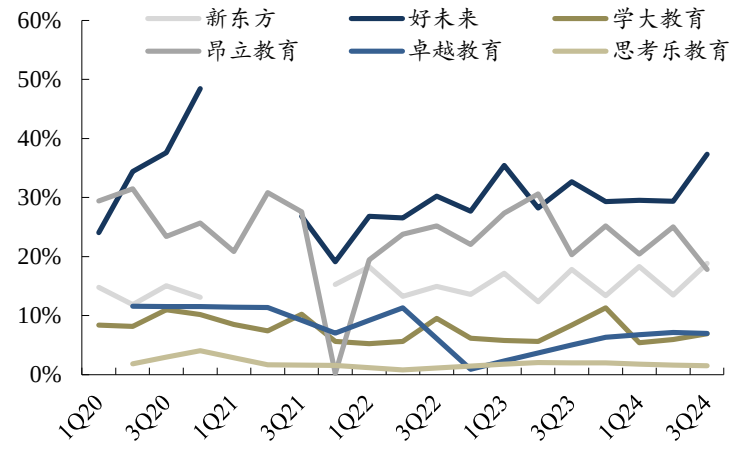
图：教培公司递延收入（百万美元）



图：教培公司毛利率情况



图：教培公司销售费用率变化情况



- **业务扩张带动营收持续增长。**新东方/好未来/学大2024Q1-Q3营业收入分别同比+28%/+55%/+25%至36.1/16.4/3.2亿美元。
- **递延收入相应增长。**新东方/好未来3Q24递延收入分别同比+19%/+62%至19.6/7.8亿美元。
- **毛利率趋稳，中枢抬升。**客单价提升覆盖教师薪资上涨，25年毛利率有望趋稳。
- **销售费用率有望改善。**随各教培公司转型业务营销投入放缓，叠加主业供给出清，获客成本下降，25年销售费用率有望改善。

数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：新东方，好未来原数据为财年口径，根据实际年份/季度进行调整

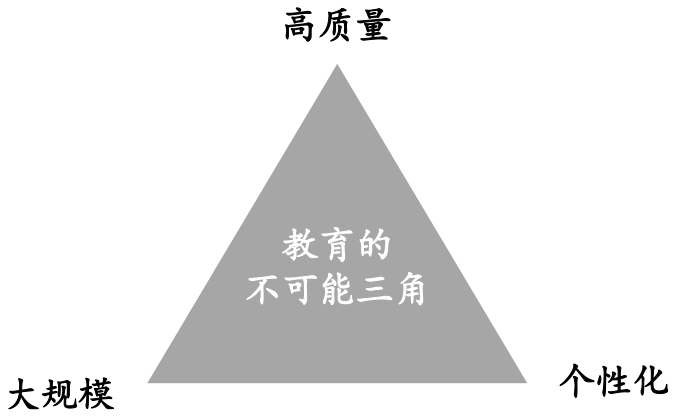
6.1 AI教育：AI打破传统教育的“不可能三角”，影响深远

AI打破了教育的不可能三角：高质量、大规模和个性化，这三点在传统教育中无法同时实现。

- 高质量需要优秀师资，但优质教师资源有限
- 大规模覆盖会稀释教学质量
- 个性化需要充分了解每个学生，传统模式下成本高昂

AI通过全面细化的知识掌握能力存储处理所有教育知识点，结合永不遗忘的学情记录系统准确追踪每个学生的学习画像，实现可无限复制的个性化服务为每位学生提供专属辅导，同时打破时空限制让学生随时随地获取服务而不受地理位置约束，从而实现传统教育难以兼顾的三大目标。

教育应用正经历第三次革命：从教科书到互联网再到AI时代。AI与教育结合是未来最具变革潜力的领域之一。技术进步从来不是线性的，而是指数级的。五年后的教育形态可能超出我们今天的所有想象。AI将改变的不只是学习方式，还有学校的组织形式和教育的根本目的。传统教育中，我们忙着把知识塞进学生的脑袋；在AI教育中，我们鼓励学生从自己的好奇心出发。未来学习的目标将从“改变命运”转向“终身成长”，这是教育理念的根本变革。



未来教育形态的变革趋势	
学习目标的转变	从“学习改变命运”向“终身成长”转变 不再仅为考试和就业学习，而是为个人发展 更注重能力培养而非知识灌输
核心能力的重新定义	强调跨学科能力和解决实际问题的能力 从单一学科知识向综合素养教育转变 培养学生自主学习能力和创新思维
学校组织形式的变化	未来学校可能更多作为社交和实践场所 线上线下混合教学模式普及 大量标准化教学内容由AI承担 人类老师角色从知识传授者转为引导者

6.1 AI教育：AI打破传统教育的“不可能三角”，影响深远

在AI教育领域，无论是网课类还是题库类应用，AI都大幅提升了效率和内容供给。中国特有的AI学习机领域也发展得很好。这些先进经验已被许多中国公司带到海外，甚至很多海外AI教育应用都是中国公司开发的。

AI在教育领域的五大核心能力	
解题能力	能精确解答各学科、各难度的题目 成本仅为人力的约1% 可大规模生产题目及答案解析，提高教学资源生产效率
讲题能力	通过多轮对话交互方式引导学生思考 会分步骤讲解，每步通过设问引导学生 根据学生对知识点的掌握情况调整讲解方式 不仅给出答案，还解释解题思路和知识点联系
批改能力	覆盖中文作文、英文作文、数学口算和应用题等 从字词、段落到全文结构立意进行全方位分析 提供语言润色和情感识别 为教师节省大量批改时间，提供更细致的反馈
英语口语对话能力	提供自然流畅的英语对话环境 纠正发音和语法错误 模拟各种场景下的英语对话，提升学生实际应用能力 降低学生语言学习心理障碍
个性化推荐能力	基于学生学情画像进行精准诊断 从题目级别细化到题目步骤级别 针对薄弱知识点定制学习内容 动态调整学习路径和难度 生成符合教学需求的多样化学习材料

6.2 AI教育：AI放大头尾差异，有望诞生现象级应用

AI带来了哪些变化？短期实现了对原产品或服务的降本、增效和提质；长期看，AI有望放大头尾机构差异，提升行业集中度；随技术进步有望诞生现象级应用和新商业模式

公司	模型名称	介绍
作业帮	银河大模型	功能：诊断学生知识掌握程度；提供精准用户画像；提供个性化的学习规划 硬件：作业帮学习机、作业帮AI学习桌、全科学习笔、学习打印机、错题打印机、电子单词卡 代表产品：《百分手卡》实现“纸质图书+知识点精讲+智能化服务+AI学习规划”
好未来	九章大模型	特点：以解题和讲题为核心，专注数学领域，关注家长需求和反馈 功能：智能批改系统可实现批改、自动解题、自动讲题、精准识别和多模态识别技术；“苏格拉底式提问”模式可引导学生通过提问方式自己得出答案；其他功能包括AI问答、AI拍照答疑、AI作业检查、AI作文批改、AI错题本
希沃	希沃教学大模型	功能：课件自动生成、课件库共享、课堂智能反馈、互动教学、学情分析、作业批改 硬件：希沃学习机聚焦家庭教育场景，具有学习报告分析、绘本精讲功能
松鼠 Ai	松鼠Ai智适应教育大模型	特点：动态追踪学生解题过程，绘制学生画像，提供个性化教育服务 功能：智能诊断、知识点细致拆分、流程式学习、MCM学习思想 、能力值训练系统、错因分析、遗忘复习、错题本、报告反馈以及人机互动AI教学 硬件：智能学习机、智学笔、智能手表、智能单词卡
优学派	优学AI大模型	功能：提供个性化写作提升建议，给出结构优化的提纲；全文润色
网易有道	子曰大模型	功能：口语教练（难度自适应系统）、AI 答疑、AI 作文批改、AI 精准学、智能听写、智慧学业
字节跳动	豆包	功能：APP端“豆包爱学”含作业批改、写作助手、知识专家、成长挚友等功能

AI实现了传统场景的降本、增效、提质，已展现价值。 AI已应用于自动评阅、听说考试、理化实验、体育测评、精准教学等校内场景，精准学习、作文测评、口语测评、拍照搜题等校外场景。AI可以通过辅助备课、自动批改作业等方式减轻教师工作压力、提升教学效果，已展现价值。

AI教育或提升门槛，放大头尾差异，行业集中度有望提升。 好未来、作业帮等公司已布局教育垂类大模型。传统教培龙头优势在于掌握场景和行业Know-How、洞悉学生家长需求。展望未来，垂类模型/AI Agent或成为服务体系的重要一环，影响用户体验，提升竞争门槛。模型优化迭代不仅需要题，还需要“思考过程”，头部公司在数据质量和规模层面占优，或率先打通“模型/产品-数据”的飞轮模型，放大行业头尾差异。

开源大模型迭代提升准确度，降低使用门槛；硬件与端侧AI芯片升级，为应用提供载体。技术进步有望加速现象级应用和新商业模式落地。

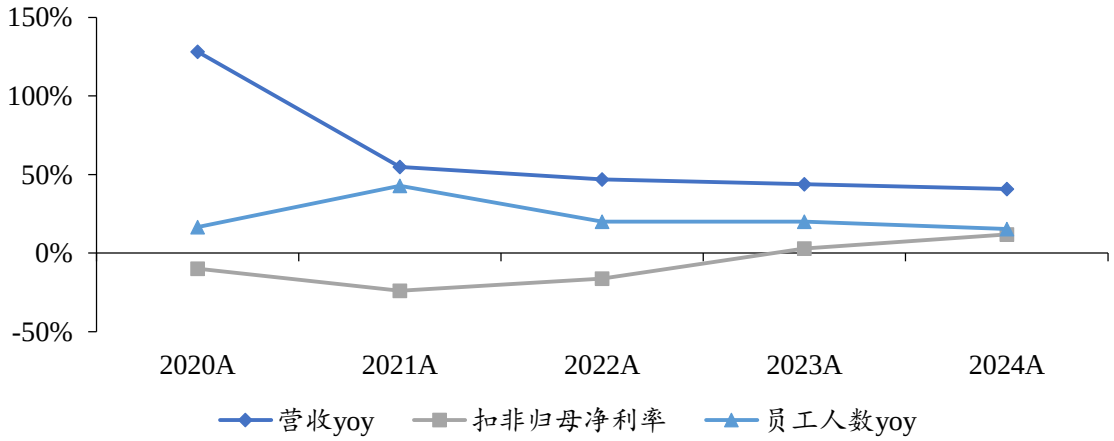
1、多邻国运用AI重新设计课程

① AI提高内容制作效率：多邻国从2021年开始与OpenAI合作，把GPT-3用在英语测试上，自动生成阅读材料和测试题。用了AI后，原本需要几十小时才能开发的课程，现在几小时就能完成。2023年12月，多邻国还裁掉了几千名合同工（主要是翻译和内容创作者），改用“AI生成内容+人工检查”的方式，能既省钱又能更快地更新内容。

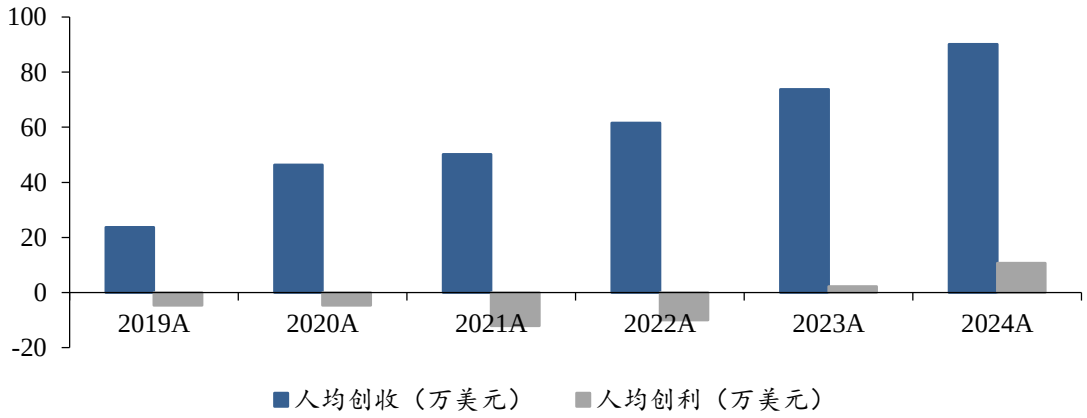
② 自研AI小模型：1）“bird brain”模型会分析用户做题情况（比如正确率、学习频率），然后自动调整题目难度，让用户的正确率保持在80%左右，既有挑战性又不会太打击信心。2）“半衰期回归”算法通过分析数百万用户的错误模式，预测单词在记忆中的遗忘时间，然后在最合适的时候安排复习，帮助用户更好地记住单词。

③ AI带来的互动新功能：2024年推出的“视频通话”功能让用户可以和虚拟角色（比如Lily）实时对话，对话内容会根据用户的语言水平自动调整，特别适合初学者练习口语。此外，基于GPT-4的"角色扮演"功能可以模拟真实场景对话，比如点咖啡、问路等，让用户学以致用。

多邻国营收同比、扣非归母净利率及员工人数同比



多邻国人效持续提升



资料来源：wind，东吴证券研究所

2、多邻国通过应用AI提高用户留存和付费率

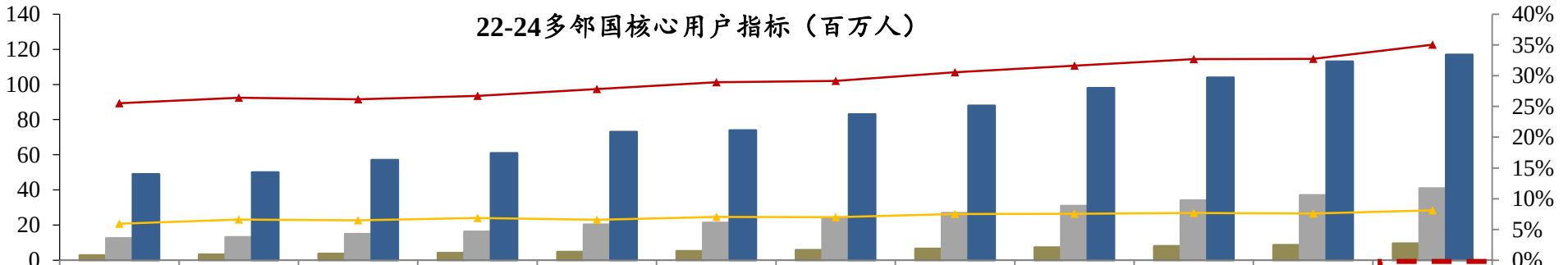
① AI技术让更多用户坚持学习：

1）通过“连续学习天数”（streak）和晋级联赛的设计，用户学习时间增加17%，高活跃用户数提升2倍。新用户7天留存率提高了1.7pct。

2）智能提醒：AI会选择最佳时间发送提醒，并利用“害怕失去”的心理（比如提醒用户不要中断连续学习），大大提高了用户打开应用的几率。

3）通过大量A/B测试验证效果，比如"半衰期回归"算法让每日留存率提高了9.5%，整体学习活动的日留存率增长了12%。

② 免费模式与付费转化：AI技术让免费用户也能获得不错的体验，同时通过个性化的付费服务（如Duolingo Max订阅）吸引用户付费。2024年订阅收入占总收入的85%，付费用户比例增加到了4%。



	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
付费订阅用户数	2.9	3.3	3.7	4.2	4.8	5.2	5.8	6.6	7.4	8	8.6	9.5
DAU	13	13	15	16	20	21	24	27	31	34	37	41
MAU	49	50	57	61	73	74	83	88	98	104	113	117
DAU/MAU	26%	26%	26%	27%	28%	29%	29%	31%	32%	33%	33%	35%
付费率	6%	7%	6%	7%	7%	7%	7%	8%	8%	8%	8%	8%

24Q4 较 22Q4

付费用户数+126%

DAU+156%

MAU+91%

6.3 AI教育：多邻国的启示

Duolingo max对于公司到底有多大影响？

- 收入贡献：我们假设max的arppu为super的2.5倍（美国、日本市场定价分别为2.5倍、3倍）。根据年报，2024年平均付费用户数为840万人，其中max占比5%，因此2024年max和super的付费用户数分别为40万人和800万人。据此估算，max和super的付费用户ARPPU（每付费用户平均收入）分别为163美元/年和65美元/年。计算得到，24年max约占公司总收入的9%、占订阅收入的11%。根据多邻国在2024年11月的指引，预计Duolingo Max在2025年的收入将达到1.4亿美元，占总收入的17%。
- 收入增长来源：duolingo整体用户数提升（目前多邻国占全球语言学习用户数比例较低）+max在duolingo体系内的渗透率提升（课程数增加+AI功能迭代）。
- 成本压力：Max的生成式AI功能导致短期毛利率下降，但随着AI技术成本优化和用户规模扩大，长期利润率有望回升。
- 多邻国通过Max验证了AI订阅模式的可行性，但其收入占比仍处于早期阶段。未来需关注：Max用户渗透率能否突破10%、AI功能迭代对成本的影响，以及新兴市场竞争（如Memrise的MemBot）。

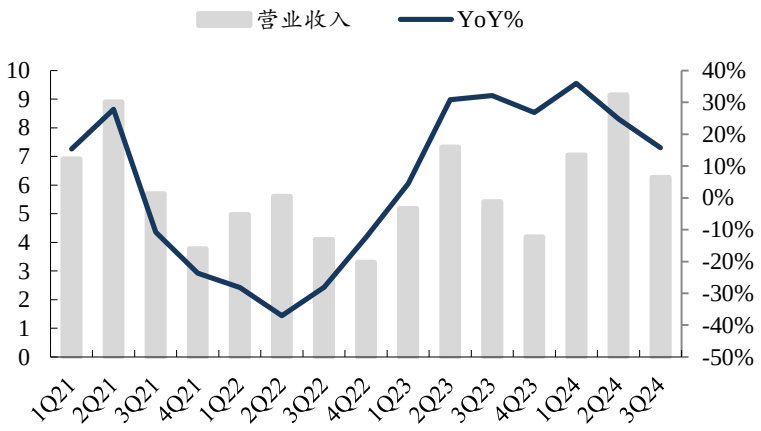
订阅计划	订阅价格	24年付费用户数及占比	24年ARPPU估算值	24年收入及占比估算值	功能特点	目标人群差异
Super	13美元/月 84美元/年	8百万人 占付费用户的95%	65美元/年	5.4亿美元 占总收入72% 占订阅收入89%	无广告学习 无限测试机会 设定每日学习目标 跟踪个人学习进度数据	适合休闲学习者 需求为无广告、基础纠错
MAX	30美元/月 168美元/年	0.4百万人 占付费用户的5%	163美元/年	0.7亿美元 占总收入9% 占订阅收入11%	包含所有super会员功能 基于GPT-4的AI功能： - Explain my answer - Role play - Video call - 支持用英语学习西班牙语和法语	适合中高级学习者，需深度理解语法、实际对话练习、或企业培训采购

资料来源：wind，东吴证券研究所

学大教育：高中1v1赛道龙头，拓展职教新曲线

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

图：学大教育营收及同比（亿元）



图：2024年学大教育业务梳理

个性化教育					职业教育					文化阅读	医教融合		
个性化学习	全日制基地	文谷学校	学大在线	拔尖人才培养	中等职业教育	高等职业教育	产教融合	职业技能培训	句象书店	小象绘本阅读馆	康复医院	千翼星康	医疗合作单位
300+学习中心					30+全日制基地						5+文谷学校		
15+职业院校					13+文化阅读空间						7+自营医院及诊所		

学大教育专注个性化教育，拓展职业教育、文化阅读、医教融合新成长曲线。公司深耕个性化学习业务二十载，截至2024年末累计辅导学员200万+，有丰富的品牌积淀，在高中1v1教育赛道有显著先发优势，有望充分受益于高考报名人数增加趋势。

公司通过收并购快速拓展职业教育业务，截至2024年末运营15+职业院校。公司与惠州工程职业学院、吕梁学院、重庆师范大学数学科学学院、北京联合大学机器人学院等院校达成合作，实现产学融合。

图：学大教育发展历程

2001：学大成立

2003：学大家教网全面铺开

2004：推行个性化学习模式，开设第一家学习中心

2007：获鼎辉投资

2008：学习中心数量超过100家

2010：成功登陆美国纽交所

2012：学习中心超过400家

2014：e学大上线

2015：发布“教研+”战略

2016：回归A股

2017：学习中心数量超过600家

2018：推出学大网校、新高考系列产品

2019：发布“双螺旋”战略

2020：创始人回归，成为第一大股东

2021：积极转型，布局职业教育、文化阅读领域

2024：个性化教育、全日制学校、职业教育、医教融合、在线教育六大板块齐头并进

学大教育：高中1v1赛道龙头，拓展职教新曲线

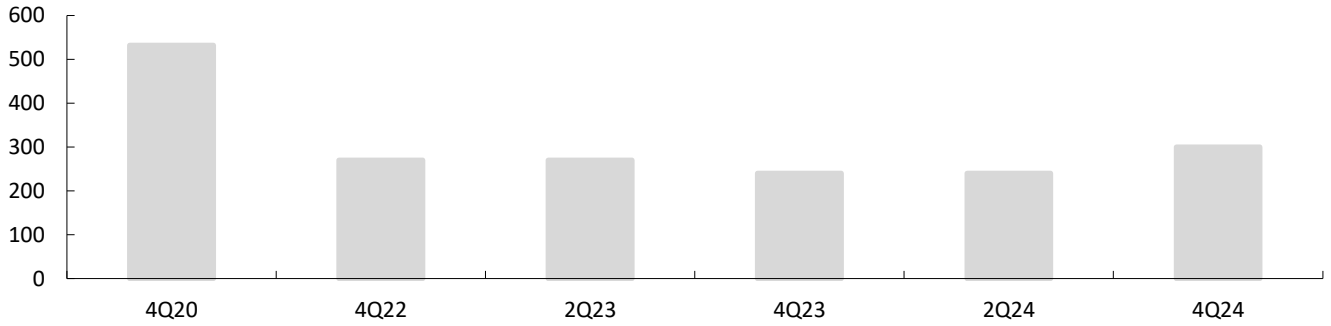
图：公司个性化教学模式

公司为高中1v1赛道龙头，教学模式特色鲜明。高中1v1教培的用户痛点是高中生课余时间少；核心竞争力是提分效率，需要短时间出成果。

- 公司个性化教学模式形成了“评估-执行-监测”的闭环，以6名教师的定制化教学直击学生知识薄弱环节，极大提升了教学效率，解决用户痛点，提分快、效率高。
- 沟通、咨询、评估等环节可以将教学计划、教学成果及时反馈给家长，缓解其焦虑情绪；教师通过心理辅导、思维点拨缓解学生学习压力、帮助学生形成学习正反馈。公司个性化教学模式较传统1v1体验更好。
- 通过建立教师专业化分工体系，可以提升员工人效，减少教师流失。同时建立起学生、家长对品牌的忠诚度和信任感。

个性化学习业务恢复迅速：截至2024年末，公司学习中心数量恢复至300+，较2Q24增加约60家。公司专职教师数达4000+，覆盖城市100+，分别恢复至“双减”前的56%/67%/91%水平。随学习中心产能爬坡，业绩有望加速释放，利润率仍有改善动能

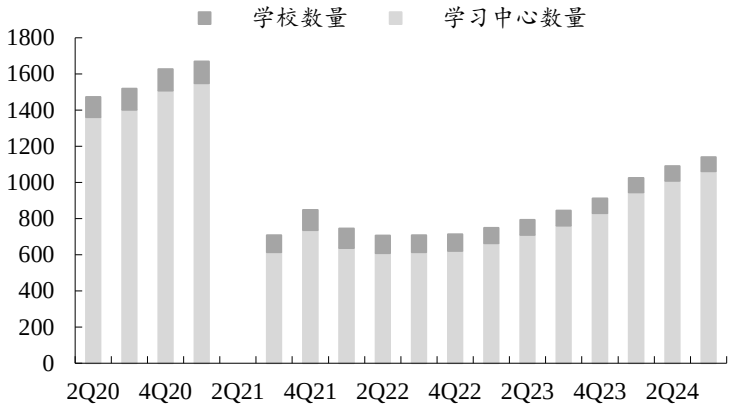
图：学大教育学习中心数量恢复（个）



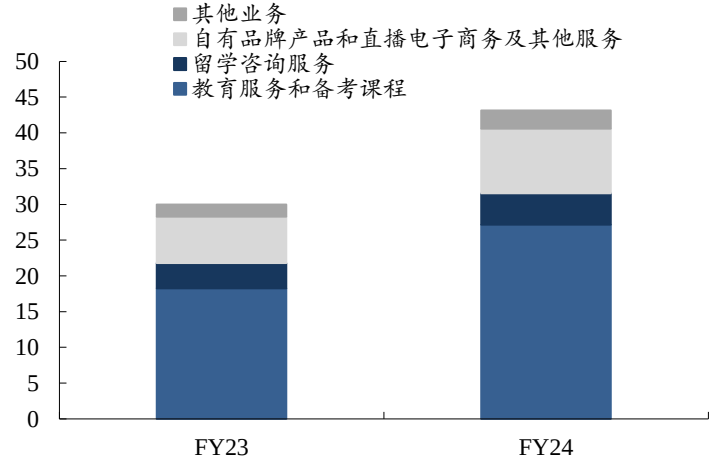
新东方：深耕教培三十载，素养直播文旅多元布局

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

图：新东方学校及学习中心数量（个）



图：公司分布营收情况（亿美元）



三十年积累铸就品牌价值。“双减”前的2020年，新东方以48.62亿美元的品牌价值位列BrandZ 最具价值中国品牌榜第36位，连续七年蝉联教育行业第一名，为中国最具价值的教育品牌。

留学业务承压，新业务增长强劲。公司双减后积极转型素养、培育直播带货及文旅业务。3Q24非学科类报名人次同比+126%至99.4万人，公司积累的用户、渠道和品牌有望支撑素养业务快速增长。25年随业务规模化起量，文旅有望减亏。

图：新东方发展历程

1993：北京新东方学校成立

1996：新东方出国咨询服务中心成立

2000：在上海、广州设立新东方学校；新东方教育在线成立

2001：新东方教育科技集团挂牌成立

2004：北京新东方前途出国咨询有限公司成立；创立“泡泡POP”少儿英语品牌

2005：新东方教育科技集团入驻地处北京中关村核心区的新东方总部大楼

2006：在美国纽交所上市

2007：新东方学前教育拓展中心成立；与美国教育考试服务中心签署战略合作协议

2009：新东方优能中学教育全国推广管理中心成立

2011：新东方网上线；迈格森国际教育成立

2014：开放式在线教育直播网站酷学网上线

2015：新东方百学汇教育咨询有限公司成立

2019：新东方在线在港交所上市

2020：互联网产品技术中心、大学事业部成立；在港交所主板上市

2021：成立国际教育事业部；素质教育推广管理中心成立；打造直播带货平台“东方甄选”

2023：儿童素养、中学智慧、高中项目推广管理中心成立；大愚文化事业部、文旅集团成立

好未来：科技创新助力个性化教育

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

图：九章大模型在MathEval榜单排名第一

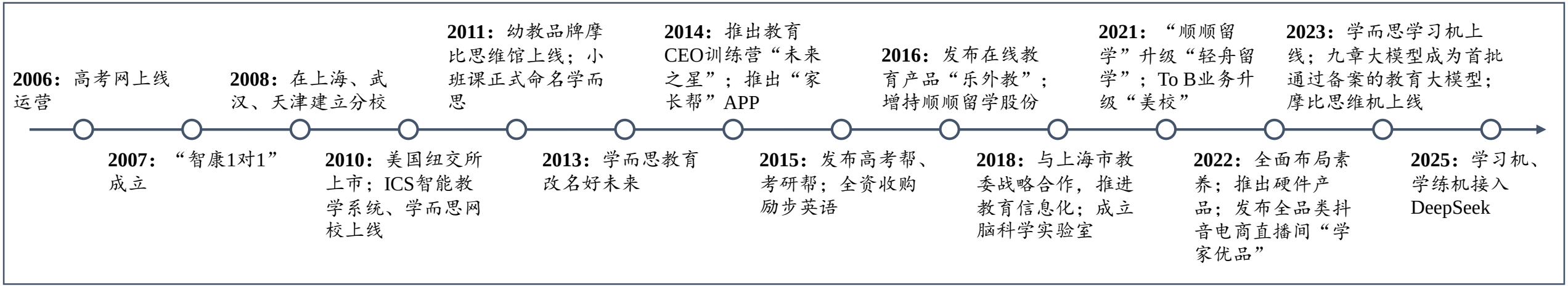
图：公司学习机特点

	介绍
产品阵容	已推出三款不同售价的xPad（4000/6000/8000元）和一款Xbook（<4000元）
产品特点	Xbook配备彩色电子纸显示屏，三种模式（学习、练习、阅读），护眼屏幕和流畅书写手写笔
用户行为	平均每周活跃率约80%，每设备日均使用时间1小时，超50%活跃用户每周使用5天以上
AI功能	配备智能助手“小思”（12个月内激活2.3亿次），支持主题对话，家庭作业批改工具等
内容优势	提供高质量第一方内容库（20多年积累）并与第三方内容提供商合作
市场表现	双十一期间表现强劲，2023年9月至2024年8月GMV持续排名第一

好未来定位为以内容能力与科技能力为基础，以科教、科创、科普为战略方向的科技公司。公司旗下拥有学而思素养、学而思网校、学而思智能、彼芯、未来学校、学而思国际、学而思智能内容、学而思大学生、妈妈帮等品牌。公司将优质内容、方法和服务封装进智能硬件如xPad和xBook系列学习机形成多元化产品。

前瞻布局数学领域大模型，助力个性化教育。2023M5公司开展数学领域大模型研发，命名为MathGPT（九章大模型），为首批通过备案的教育大模型。2024M2九章大模型中英文数学解题能力登顶MathEval并持续至今，目前已上线微信小程序及PC端。通过精准定位学生知识能力图谱薄弱项，实时调整讲题难度、方法和风格，实现有成效的千人千面、个性化讲题。

图：好未来发展历程



风险提示

- **市场竞争加剧风险：**行业内新进入者增多可能导致公司市场份额被侵蚀、价格战加剧，进而对公司盈利能力产生不利影响。
- **政策不及预期风险：**若行业政策调整方向与公司业务发展规划不匹配，可能使公司面临经营环境变化的压力，影响业务拓展。
- **宏观经济波动风险：**宏观经济周期波动可能导致教培市场需求萎缩，从而对公司的经营业绩和财务状况产生不确定性影响。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。 未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来 6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来 6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性： 预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持： 预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

东吴证券 财富家园