



收购龙门教育，教育生态打造+复制驱动成长

2018.07.08

肖明亮(分析师) 叶锐(研究助理)
电话: 020-88832290 020-88836101
邮箱: xiaoml@gzgzhs.com.cn yek@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310517070001 A1310117040003

强烈推荐 (维持)

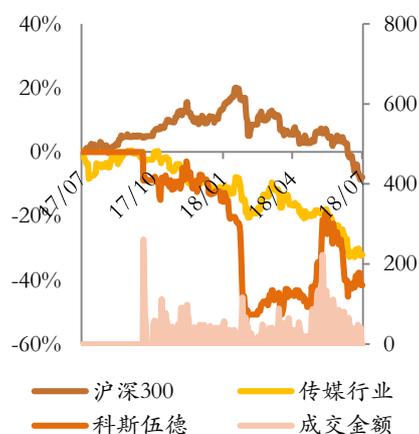
现价: 8.91
目标价: 12.65
股价空间: 42%

投资逻辑:

- **与市场不同的观点:** ①市场认为龙门教育作为二线 K12 课培机构，在异地扩张中将受到新东方及好未来的严重挤压阻碍公司持续成长；我们认为 1) 目前 K12 课培行业 CR3 小于 5%，龙头市占率低，一二线机构均有较大的提升空间；2) 龙门教育作为中西部 K12 课培龙头，聚焦于中西部、中等生、中高考，通过全封闭校区异地扩张驱动成长，与双巨头在细分赛道、用户定位、运营模式均存在较大区别。②市场担心龙门教育异地扩张中品牌、招生、师资等运营层面的问题；我们认为龙门教育不是单纯的校区的复制，而是体系化的复制：其先在异地与当地合伙人共同建立 K12 学习中心，通过学习中心在异地积累品牌与口碑，随后建立盈利能力更高的全封闭校区并为其引流，同时龙门教育全封闭校区运营 15 年来全都是专职教师，并通过科技+教育手段形成标准化教学产品，在复制过程中既降低了对老师的依赖，又为扩张积累的宝贵的师资资源，共同构成龙门教育生态体系。
- **收购龙门教育，从百亿油墨赛道转型万亿教育赛道驱动成长。**公司是环保胶印油墨行业龙头企业，传统主业年均维持 3000-4000 万利润。2017 年公司作价 7.69 亿元通过现金 (40%) + 并购贷款 (60%) 方式收购中西部 K12 课培龙头龙门教育 50.53% 并通过享有部分股东表决权合计拥有 53.16% 表决权，17-19 年业绩承诺为 1/1.3/1.6 亿元，龙门教育已于 2017 年 12 月 28 日完成并表，2017 年实现净利润 1.05 亿元符合预期，龙门教育是西部地区领先的中高考升学培训机构，通过 VIP 全封闭校区 (7 个校区，1.3 万学生) + 课外学习中心 (11 个城市，61 校区，5100 名学生) + 软件教学产品构建生态联动扩张，针对 ① 差异化赛道：中高考全封闭培训细分赛道；② 细分市场：聚焦“中等生”庞大学生人群；③ 细分区域：重点覆盖二三四线城市；多层差异化赛道成就细分龙头开辟成长空间。
- **内生+外延持续推进，丰富教学产品完善教学生态。**龙门教育先后投资成立总规模为 2 亿元的教育产业基金，并以自有资金投资以及艺考自主招生标的中传嘉艺以及高考改革标的领军博雅，持续通过外延手段完善公司教育生态布局；同时，后续有望把服务对象从中高考延伸至民办高中以及国际学校领域，通过与当地政府合作，输出品牌与教学资源，通过轻资产快速扩张模式获得持续成长机会。
- **盈利预测:** 我们预计公司 2018-2020 年净利润为 0.76/1.02/1.27 亿元，对应 EPS 为 0.32/0.42/0.53 元/股，对应 PE 为 28/21/17 倍。结合行业可比公司估值，我们给予公司 18 年 35-40 倍 PE，对应仍有 25-42% 的空间。**维持强烈推荐评级。**
- **风险提示:** 教育整合并购不达预期，传统主业大幅下滑

传媒行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
科斯伍德	-18.0	5.2	-31.0
传媒行业	-11.4	-18.7	-23.7
沪深 300	-12.2	-12.7	-18.7

基本资料

总市值 (亿元)	21.6
总股本 (亿股)	2.4
流通股比例	71.9%
资产负债率	49.8%
大股东	吴贤良
大股东持股比例	38.6%

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	472.13	1036.43	1260.28	1537.53
同比(%)	-3.60%	119.52%	21.60%	22.00%
归属母公司净利润	5.76	76.56	102.53	127.98
同比(%)	-83.99%	1227.97%	33.94%	24.82%
毛利率(%)	18.78%	37.84%	39.61%	39.90%
ROE(%)	0.74%	8.26%	9.39%	9.86%
每股收益(元)	0.02	0.32	0.42	0.53
P/E	374.88	28.23	21.08	16.89
P/B	3.05	2.75	2.44	2.13



目录

目录	2
图表目录	3
1. 公司简介：从百亿油墨赛道转型万亿教育赛道	4
1.1 环保胶印油墨龙头主业稳定，缺乏成长弹性	4
1.2 收购中西部 K12 课培龙头龙门教育，跨界转型教育万亿赛道。	4
2. 行业层面：升学刚需+资源稀缺为核心痛点，行业整顿抬高壁垒加速集中	6
2.1 学生群体基数大，参培率+客单价提升驱动行业高速增长	6
2.2 升学刚需+教学资源稀缺为行业核心痛点	7
2.3 行业政策软硬齐施，长期看龙头受益加速行业集中	9
3. 公司层面：打造完善 K12 教学生态，业务联动发展驱动成长	11
3.1 全封闭+学习中心+学习软件三大业务打造教育生态闭环	12
3.1.1 全封闭校区：利润贡献根基，立足教学品质，复制扩张驱动成长	12
3.1.2 学习中心：品牌积累+用户导流，龙门教育生态有机构成	14
3.1.3 教学软件：借助科技手段升级教学体验，B2B2C 模式输出产品	16
3.2 差异化赛道+团队优势+科技工具+品牌构建壁垒	17
3.3 内生+外延，丰富教学产品完善教学生态	18
3.4 关键财务数据对比	19
5. 投资逻辑	20
6. 风险提示	23



图表目录

图表 1.	公司近年营收和归母净利润及其增速	4
图表 2.	公司近年综合毛利率情况	4
图表 3.	核心团队在本次收购后仍保留大量的股权	5
图表 4.	完成收购后龙门教育股权结构	5
图表 5.	龙门教育近年营收和归母净利润及其增速	6
图表 6.	龙门教育近年综合毛利率情况	6
图表 7.	2012-2017 年各阶段在校生人数	6
图表 8.	2009-2014 年 K12 学生参培率	6
图表 9.	K12 课培市场规模测算	7
图表 10.	近年来高考人数统计	7
图表 11.	各省普通一本和“985、211”录取率	7
图表 12.	全国各省市“985、211”高校数量分布不均	7
图表 13.	中国家庭月收入/每月教育支出	8
图表 14.	八成家长认同中小学课外辅导的重要性	8
图表 15.	六成家长让孩子参加课外辅导的意愿强烈	8
图表 16.	家长最重视课外辅导机构的教学质量与效果	8
图表 17.	孩子参加两个补习班以上的比例已近六成	9
图表 18.	K12 课外辅导行业相关政策	9
图表 19.	长期看龙头培训机构获成长机会	10
图表 20.	K12 课外辅导行业集中度较低	11
图表 21.	龙门教育发展历程	11
图表 22.	龙门教育学校布局情况	12
图表 23.	龙门教育全封闭校区营收高速增长	12
图表 24.	西安全封闭校区正门	12
图表 25.	龙门教育独创 5+ 教学管理模式	13
图表 26.	龙门教育教学效果远高于当地平均水平	13
图表 27.	龙门教育全封闭校区生师比处于行业较低位置	14
图表 28.	龙门教育学习中心营收高速增长	15
图表 29.	龙门教育学习中心前台	15
图表 30.	龙门教育 3A 学习系统	15
图表 31.	龙门教育学习中心以兼职教师为主	15
图表 32.	龙门教育首创“教师合伙人”教育创业平台	16
图表 33.	龙门教育教学软件营收高速增长	16
图表 34.	全封闭学生购买学习软件人次占比高	16
图表 35.	教学软件销售渠道梳理	17
图表 36.	线上教学软件增强教学效果	17
图表 37.	龙门教育发展战略示意图	18
图表 38.	可比 K12 课培机构营业收入情况	19
图表 39.	可比 K12 课培机构净利润情况	19
图表 40.	可比 K12 课培机构毛利率情况	19
图表 41.	可比 K12 课培机构净利润率情况	19
图表 42.	可比 K12 课培机构销售费用率情况	20
图表 43.	可比 K12 课培机构管理费用率情况	20
图表 44.	业务营收测算	21
图表 45.	可比公司估值表	21

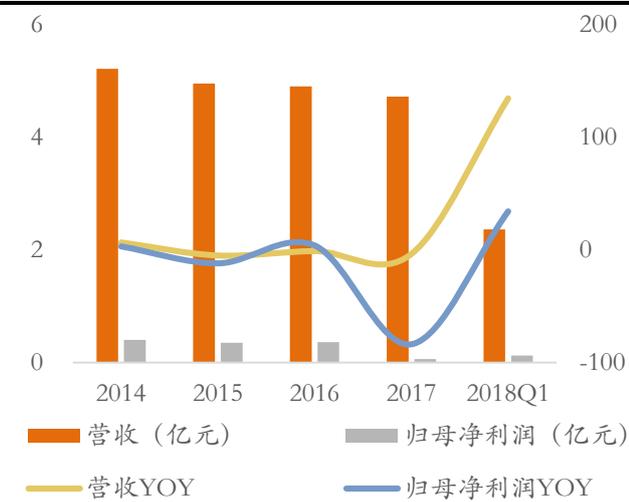


1. 公司简介：从百亿油墨赛道转型万亿教育赛道

1.1 环保胶印油墨龙头主业稳定，缺乏成长弹性

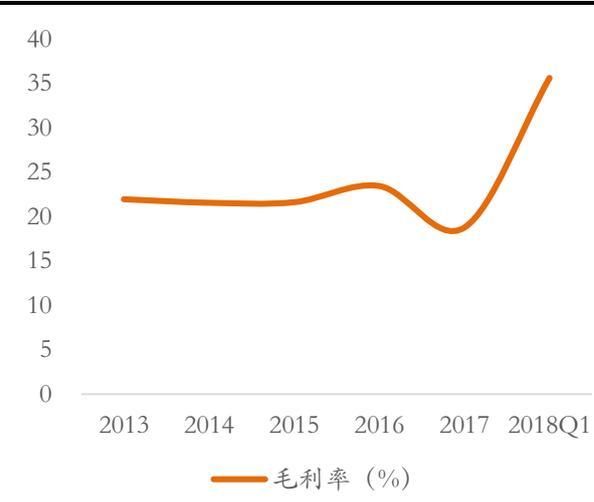
环保胶印油墨行业龙头企业，主业年均维持 3000-4000 万利润，成长遇瓶颈大力转型。公司成立于 2003 年，2011 年于创业板上市。公司的主营业务是印刷胶印油墨的研发、生产与销售等。目前公司在单张纸胶印油墨细分领域占据行业龙头位置，公司目前油墨年产销量约 2 万吨，胶印油墨产能达 2.6 万吨/年。公司上游企业为树脂和颜料供应商，下游企业为杂志、包装等的印刷企业。传统印刷业随 GDP 缓慢增长，限制了油墨业务的增长空间，2014-2016 年公司归母净利润维持在 3000-4000 万元，2017 年受并购费用的影响导致归母净利润大幅下滑，2018 年 Q1 受益于并表原因，营收(134%)、归母净利润(30%)、毛利率(+17cpt) 水平均有大幅度提升。公司大股东吴贤良与妻子吴艳红为一直行动人，分别持有公司股份 38.6% 以及 7.8%，合计持有上市公司股权 46.4%。

图表1. 公司近年营收和归母净利润及其增速



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表2. 公司近年综合毛利率情况



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

1.2 收购中西部 K12 课培龙头龙门教育，跨界转型教育万亿赛道。

①交易资金层面，现金+并购贷款(基准利率)：以 7.49 亿元现金购买龙门教育 49.224% 的股权，其中 40% 的资金来自于企业自有资金，60% 来自于企业并购贷款，年利率为基准利率。同时收购对象以龙门教育之前的机构投资者为主，标的核心团队仍保留绝大多数股权。同时作价 1917 万元，收购龙门教育少数股东 1.31% 股权，公司合计占有龙门教育 50.53%。

②业绩承诺：2017-2019 年业绩承诺为 1/1.3/1.6 亿元，部分股东将 1.42 亿的现金打入共管账户作为履约保证金，且将持有的公司股份质押给科斯伍德。

③控制权：科斯伍德在龙门董事会的 7 席中占有 4 席，监事会 3 席中占有 2 席，派出财务负责人到龙门全面负责财务管理工作。

④增强控制权，合计拥有 53.16% 表决权：与利润补偿责任人方锐铭、丁文波、翊占信息签订《表决权委托协议》，方锐铭、丁文波、翊占信息将其本次交易完成后仍持有之龙门教育股份(合计 341 万股，占龙门教育总股份数的 2.629%) 对应全部表决权委托给科斯伍德行使，委托范围包括召集、召开和出席龙门教育股东大会及针对需要股东大会讨论、决议事项行使表决权。目前，公司合计占有 53.16% 的股东表决权。龙门教育已于 2017 年 12 月 28 日完成并表。



图表3. 核心团队在本次收购后仍保留大量的股权

序号	股东名称	持股比例 (%)	转让比例 (%)
1	马良铭	36.443	9.11
2	明旻	24.295	16.2
3	董兵	8.098	2.02
4	方锐铭	3.239	2.16
5	马良彩	3.16	0.79
6	丁文波	2.43	1.61
7	徐颖	1.62	0.4
8	孙淑凡	1.078	0
9	谢闻九	0.756	0.76
10	田珊珊	0.243	0.16
11	翊占信息	2.187	1.46
12	德睦投资	3.239	3.24
13	智百扬投资	2.425	2.42
14	申瑞汇赢	0.756	0.76
15	慕远投资	0.756	0.76

资料来源：公司公告、广证恒生

图表4. 完成收购后龙门教育股权结构

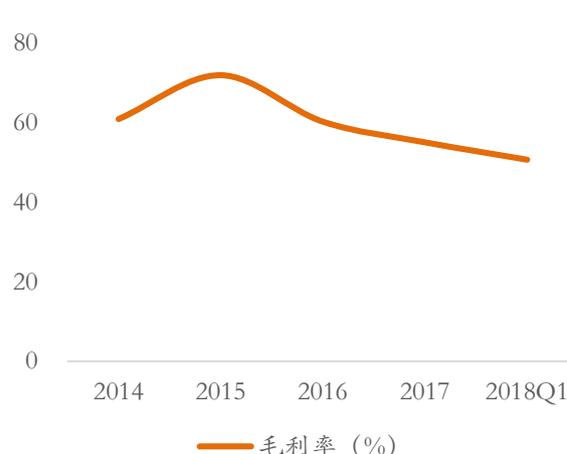
序号	股东名称	持股数 (股)	持股比例
1	科斯伍德	64,521,000	50.53%
2	马良铭	35,438,000	27.33%
3	明旻	10,500,000	8.10%
4	董兵	7,875,000	6.07%
5	马良彩	3,072,000	2.37%
6	国都证券	1,680,000	0.76%
7	徐颖	1,575,000	1.22%
8	方锐铭	1,400,000	1.08%
9	丁文波	1,065,000	0.82%
10	红塔证券	1,050,000	0.43%
11	财富证券	1,050,000	0.43%
12	翊占信息	945,000	0.73%
13	田珊珊	105,000	0.08%
14	其他 10 名股东	78,000	0.06%
合计		129,654,000	100.00%

资料来源：公司公告、广证恒生

龙门教育核心定位：中西部、中高考、中等生。龙门教育 2002 年创立，2016 年 8 月挂牌新三板 (838830.OC)，是以中高考升学为导向，集教育培训、产品研发、教学研究于一体的 K12 综合教育服务机构，致力于推动共享经济、互联网技术、前沿科技与教育培训的创新融合，基于个性化学习需求，创造更完善的教育服务和学习体验。近年来营收以及归母净利润保持 30% 以上速度成长，2017 年实现归母净利润 1.05 亿元，完成业绩承诺，受师资成本提升的影响，龙门教育毛利率出现小幅下滑，但均维持在 50% 以上。

图表5. 龙门教育近年营收和归母净利润及其增速


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

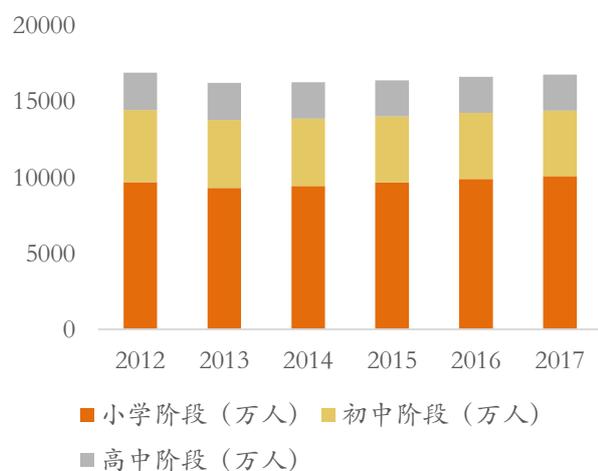
图表6. 龙门教育近年综合毛利率情况


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

2. 行业层面：升学刚需+资源稀缺为核心痛点，行业整顿抬高壁垒加速集中

2.1 学生群体基数大，参培率+客单价提升驱动行业高速增长

1.6 亿 K12 在校生规模市场巨大，升学刚需驱动参培率提升。2017 年 K12 在校生人数超过 1.67 亿人，且近年来受升学压力影响，K12 课培参培率逐渐提升，根据教育部 2010 年颁布的《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020 年）》，2020 年我国基础教育阶段在校生规模将达到 2.53 亿人，我们假设课外辅导参培率将每年增长 2cpt，客单价将每年增长 5%，则 2020 年我国 K12 课外辅导市场规模有望达到 9106 亿元。

图表7. 2012-2017 年各阶段在校生人数


资料来源：Wind、广证恒生

图表8. 2009-2014 年 K12 学生参培率


资料来源：智研咨询、广证恒生



图表9. K12 课培市场规模测算

	2012	2013	2014	2015	2016	2020
在校学生总数 (万人)	16926	16192	16237	16378	16609	25300
参培率(年均+2pct)	31.44%	34.47%	36.72%	38.72%	40.72%	48.72%
客单价(YOY5%)	5000	5250	5512.5	5788	6078	7387
市场规模 (亿元)	2661	2930	3287	3671	4110	9106

资料来源: 广证恒生

2.2 升学刚需+教学资源稀缺为行业核心痛点

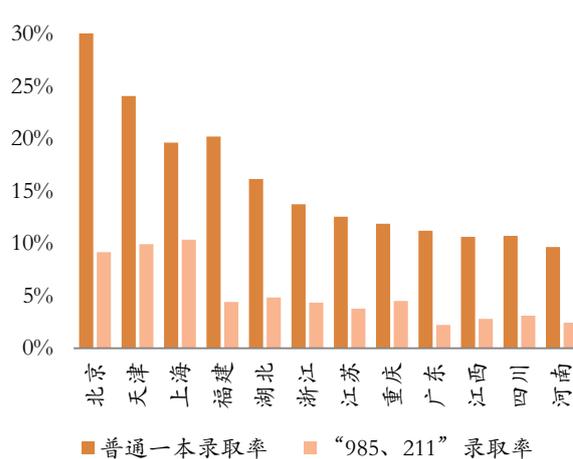
高考仍然呈现“千军万马过独木桥”的景象, 优质教学资源稀缺, 升学压力巨大。近几年, 参加高考人数趋于稳定, 高考录取率逐年上升, 2017 年全国参加高考人数为 940 万人, 本科录取率为史上最高, 超过 80%。但是, 由于我国“985、211”高校地域分布不均衡, 大部分省市考生进入一流大学的竞争十分激烈。据教育部统计数据, 现阶段我国一流大学的录取率约为 7-8%, 其中 211 重点大学的入学率约为 5%, 985 重点大学的录取率仅为 2%。其中, 2016 年广东、河南、贵州等省的“985、211”录取率仅分别为 2.20%、2.43%、2.44%, 该地区考生考上名校压力更为之大。

图表10. 近年来高考人数统计



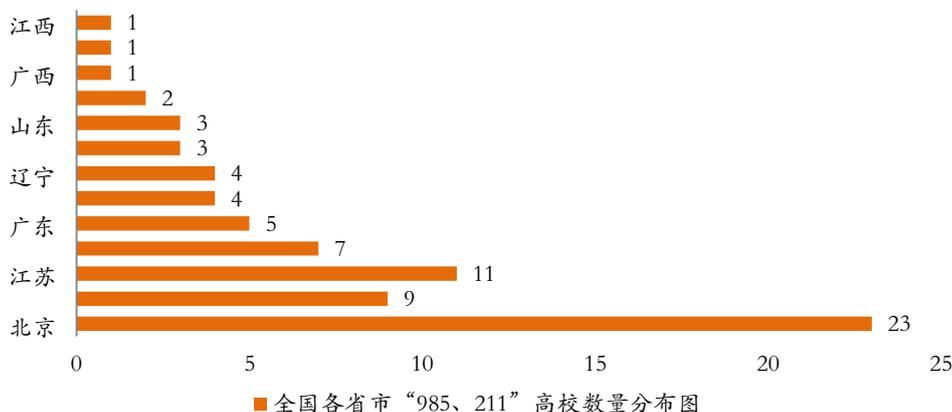
资料来源: 教育部、广证恒生

图表11. 各省普通一本和“985、211”录取率



资料来源: 教育部、广证恒生

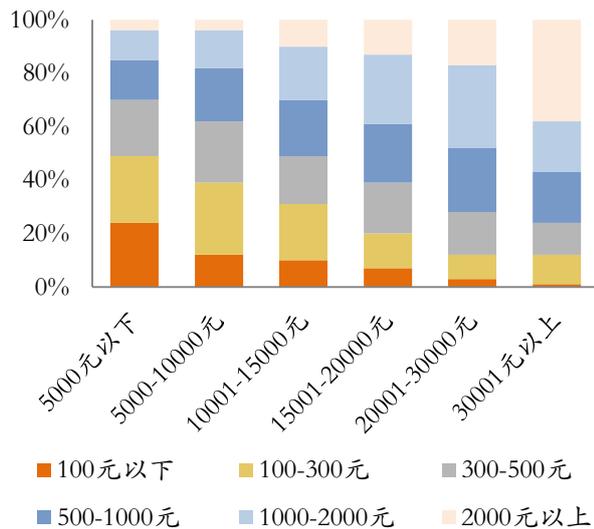
图表12. 全国各省市“985、211”高校数量分布不均



资料来源: 教育部、广证恒生

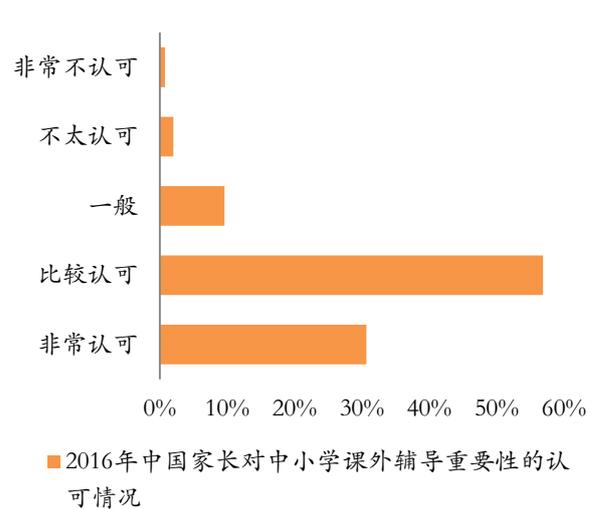
巨大的升学压力催生旺盛的校外辅导需求，六成以上学生报两门以上辅导班。根据中国教育学会的调研，八成家长同意课外辅导是中小学阶段必不可少的一部分，58.2%的家长具有让孩子参加课外辅导的强烈意愿，表明社会总体对处于基础教育阶段学生的课外辅导的重视。目前市面上针对K12阶段学生的课外辅导机构数不胜数，家长在选择时通常会综合考虑多方面因素。其中，教学质量与效果、师资水平、教学内容的针对性是家长选择辅导机构时最重视的三大因素。同时，搜狐教育调查显示孩子课外辅导班在两个以上的比例已近六成，仅有16.83%的孩子没有报读课外培训班。

图表13. 中国家庭月收入/每月教育支出



资料来源：中国教育学会、广证恒生

图表14. 八成家长认同中小学课外辅导的重要性



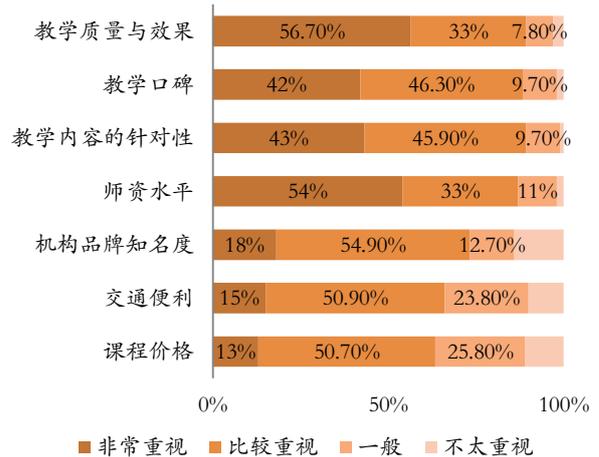
资料来源：中国教育学会、广证恒生

图表15. 六成家长让孩子参加课外辅导的意愿强烈



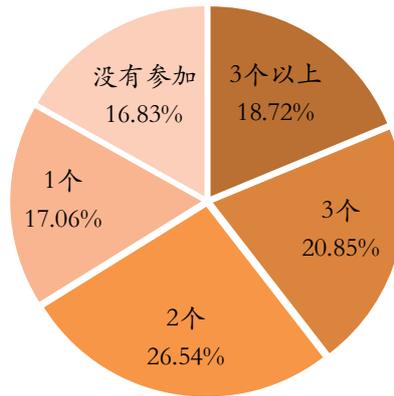
资料来源：中国教育学会、广证恒生

图表16. 家长最重视课外辅导机构的教学质量与效果



资料来源：中国教育学会、广证恒生

图表17. 孩子参加两个补习班以上的比例已近六成



资料来源：搜狐教育、广证恒生

2.3 行业政策软硬齐施，长期看龙头受益加速行业集中

行业政策“软硬兼施”，扶持民间资本发展社会培训不遗余力。2010年5月，国务院印发《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》，鼓励民间资本参与发展教育和社会培训事业。支持民间资本兴办高等学校、中小学校、幼儿园、职业教育等各类教育和社会培训机构。2016年11月，《民促法》三审通过，明确民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或者营利性民办学校，为民间资本开办盈利性K12课外辅导机构奠定政策支持。

图表18. K12 课外辅导行业相关政策

时间	政策	主要内容
2010年5月	《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》	鼓励民间资本参与发展教育和社会培训事业，支持民间资本兴办高等学校、中小学校、幼儿园、职业教育等各类教育和社会培训机构。
2010年6月	《国家中长期人才发展规划纲要（2010-2020年）》	规划中提出“构建网络化、开放式、自主性终身教育体系，大力发展现代远程教育，支持发展各类专业化培训机构。”
2010年7月	《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020年）》	规划中提出“构建灵活开放的终身教育体系。发展和规范教育培训服务，统筹扩大继续教育资源。”
2015年修订	《中华人民共和国教育法》	对教育机构的设立、运营、管理进行了规定，鼓励开展教育对外交流与合作。
2016年修订	《中华人民共和国民办教育促进法》	规定对民办学校实行非营利性和营利性分类管理。
2016年7月	《“十三五”国家科技创新规划》	未来五年，我国科技创新工作将紧紧围绕深入实施国家“十三五”规划纲要和创新驱动发展战略纲要，有力支撑“中国制造2025”“互联网+”网络强国，海洋强国，航天强国，健康中国建设，军民融合发展，“一带一路”建设，京津冀协同发展，长江经济带发展等国家战略实施，充分发挥科技创新在推动产业迈向中高端，增添发

		展新动能，拓展发展新空间，提高发展质量和效率中的核心引领作用。
2016年7月	《国家信息化发展战略纲要》	为“网络强国”建设明确了方向目标和“三步走”具体方案，提出“增强信息化发展能力”“提高信息化应用水平”“优化信息化发展环境”三大战略任务，从经济，政治，文化，民生等各个层面，全方位绘制出做强信息产业，提升综合国力的内容，方法和步骤。

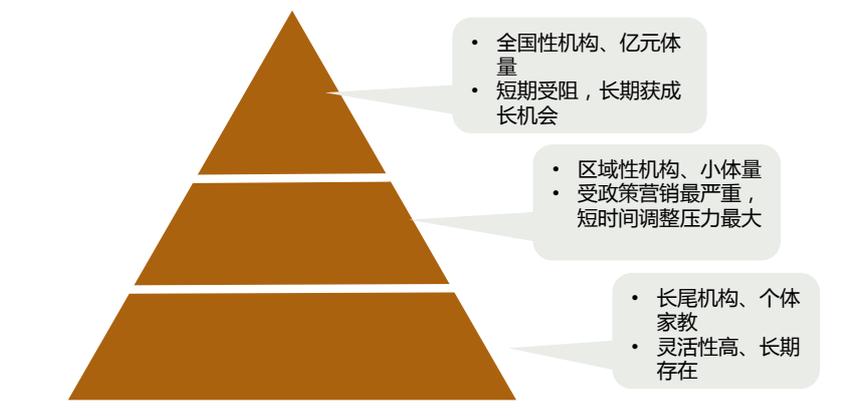
资料来源：公司公告、广证恒生

培训行业整顿，行业短期受阻调整长期进一步集中。2017年国内多个省市对各类教育机构进行了清理整治行动，对于未取得合格办学资质、违规收取预付款、提供霸王合约等各类违规行为进行排查勒令整改并对严重者进行勒令停业处理。2018年2月，教育部、民政部、人社部、工商总局办公厅联合发布《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通知》，针对面向中小學生开展学科培训及竞赛活动的培训机构进行严格规范整顿，具体包括：①未取得营业执照；②出现“超纲”、“提前”、强化应试等行为；③组织学科竞赛；④将培训结果与招生考试挂钩；⑤到课外培训机构兼职的中小学教师；⑥诱导到课外培训机构上学的老师。

高考改革增加行业变数，变革中龙头有望率先突围。新高考具有以下几个特点：①新高考选考科目有望采用“百分位等级”平衡不同学科带来的差异，该模式更契合大平行志愿体系；②语文考试的难度将提升，物理受高校追捧，2017年试卷基础字数从过去的7000字提升至9000字，未来有机会突破10000字，同时物理学科选考受到的高校专业限制最小，其2017年物理选考考生满足了91%的专业要求；③由于高考为6选3、甚至7选3模式，导致不同选修课程的学生需要分班上课，催生了20-35种排列组合，学生走班上课成为常态；④教学品质不同的学校差距有望被拉大，一方面走班排课成为学校的一大拦路虎；此外，过去老师只要把课教好就行，而如今不仅要完成通识教育，而且要沿着所学内容进行更深层次的、跟贴近大学、职业的知识内容。

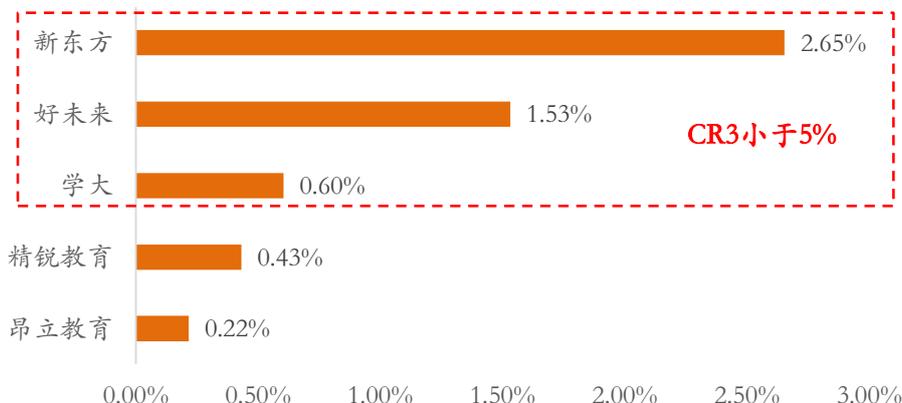
我们认为，从短期来看行业整顿将对教培行业进行更彻底的清查，龙头有望在在不断清查中获得结构性成长机会。亿元级别的全国性培训龙头，从长期来看有望在行业整顿中获得成长机会；由于教育行业的分散，长尾型培训机构难以中短期彻底清查，我们认为长尾型的机构将长期存在；而处于中间位置的培训机构将面临行业整顿以及高考改革等多重变化压力，部分质地差的标的将在短期退出，行业集中度有望得到提升。

图表19. 长期看龙头培训机构获成长机会



资料来源：广证恒生

图表20. K12 课外辅导行业集中度较低



资料来源：公司公告、广证恒生

3. 公司层面：打造完善 K12 教学生态，业务联动发展驱动成长

公司简介：龙门教育成立于 2002 年，当时主要做高考复读补习培训，首创“5+”（导师+讲师+专业班主任+分层次滚动教学+现代化管理），由于首批学生教学成绩显著，随后开始布局全封闭补习、校外培训、教辅研发、软件开发于一体的综合教育服务链，并于 2016 年挂牌新三板，于 2017 年被科斯伍德收购。

主营业务：全封闭校区+K12 学习中心+学习软件产品。公司目前在全国拥有 7 所全封闭校区，西安 6 所，北京 1 所，合计 1.3 万名学生；全国拥有 62 间 K12 学习中心，2017 年学习人次超过 5000 人；公司开发了包括单词赢在内的学习软件课程产品，目前主要通过内部销售，2017 年实现营收 5100 万元。

图表21. 龙门教育发展历程



资料来源：公司官网、广证恒生

立足教学品质，构建核心竞争力。龙门教育聚焦在“中等生”的教学规律的研究和总结上，在 900 多万的高考考生中，公司更加关注高职、三本、和部分二本水平的学生，这部分学生总量约每年 400 多万。龙门从三方面严控教学质量：

- ①**学生方面：参加分班考试，走班制教学。**参加培训学生首先要参加学科测验，学校根据能力水平将学员分为普通班、精品班、实验班、承诺班，根据不同的班型设置不同的人数、师资以及教学设备，因材施教。
- ②**教师方面：学生对老师进行评分。**龙门教育实行严格的教师考核制度，通过学生学习 成绩考评、学生打分考评以及工作绩效考核，每年考评 4 次，考评满意度达到 70% 以上的教师才算合格。
- ③**教学管理方面：独创“5+”教学模式。**龙门教育采用“导师+讲师+专业班主任+层次滚动教学+现代化管理”的“5+”教育模式，通过科学管理模式为学生提供高质服务。龙门以严格的教育教学管理和学生优异的中高考成绩受到家长、学生的认可。**2017 届高考重点班一本上线率 55.3%，二本上线率 95.8%，远超当地平均上线率，且高于部分重点高中水平。**

图表25. 龙门教育独创 5+教学管理模式



资料来源：公司公告、广证恒生

附“5+”教学模式详细阐述：

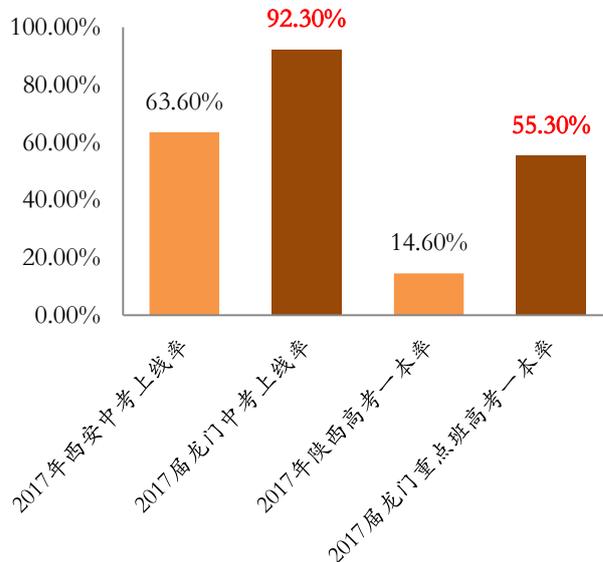
1+：导师：对高考方向、高考命题、高考研究、考试技巧、答题方法训练方面有独到之处的专家，龙门教育汇集全国明星导师团队，阶段性赴各学校开展串讲课、公开课，梳理学习方法，解读命题方向。

2+：讲师：龙门教育日常授课老师，均通过严格的考核和聘用程序，并认可“没有教不好的学生，让每一位家长满意”的办学思想，在办学思想上保持高度的一致。过硬的业务素质和强烈的责任心，是龙门高效教学的保障。

3+：专业班主任：是班级管理第一全权责任人，与学生同吃同住，负责学生在校期间的学习、生活、自习、住宿，做学生的思想工作及心理咨询指导，对学生实行全员、全方位、全天候服务。

4+：分层次滚动式教学：学生入校按照高考总成绩与综合素质，划分编制成不同层次的管理班，每个管理班的学生目标一致；再结合摸底考试学科成绩，又把学生分成不同层次的教学班，每个教学班中学生的学科学习情况基本相同。教师教学能够真正做到“对症下药”。“滚动式”是指每次月考后，学生根据

图表26. 龙门教育教学效果远高于当地平均水平



资料来源：公司公告、广证恒生



成绩滚动到上一个层次的班或降到下一个层次的班，使每个学生对自己有一个客观公正的认识，让每个学生时时都有一种居安思危的忧患意识，从而达到增强学生的竞争意识。

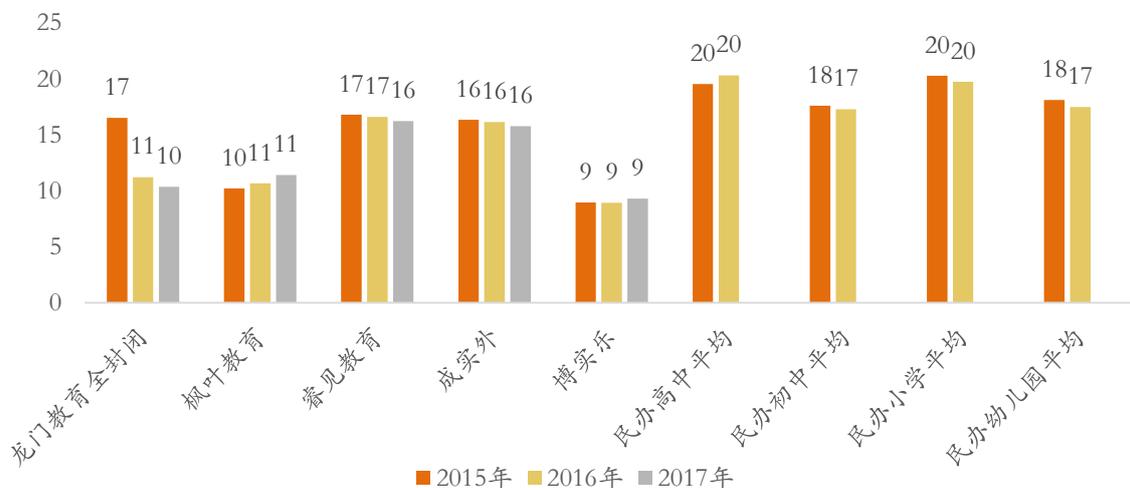
5+：全封闭管理：“全封闭管理”彻底把家长从繁忙的工作中解放出来，解除家长教育学生的诸多困惑与无奈；将学生与诸如网吧等社会上的不利因素相对隔绝，在浓郁的学习氛围中安心学习，把学习落到实处，保证学习效果。

产业链延伸：从复读起家不断拓宽用户群体+从 K12 课培到学历教育。龙门教育成立之初以运营中高考复读班为主，随着复读成绩优秀，在西安积累了品牌知名度，部分家长主动提倡龙门教育开设高一高二高三的班级课程，主要逻辑为“为什么要等到复读才来参加龙门教育的培训，早一点过来成绩有机会提升得更高”，目前龙门教育 1.3 万人中，60% 的学生为初三、高三学生，40% 为高一、高二、高四学生。用户群体得到向前延伸，扩大了受众群体抬高龙门教育成长天花板。此外，公司后续有望获得高中、职校等学历教育办学许可，有机会从课培延伸至课内教学，从中高考延伸至职业技能培训，不断完善服务 15-20 岁年龄段学生教学服务产业链。

教师资源两手抓：①**通过标准化课程产品降低对名师依赖。**公司积极布局教育+科技产品，把课程内生通过标准化形成呈现，最大限度的降低对名师的依赖；②**公司多年来积累了优秀的师资资源。**龙门教育全封闭校区全都是专职教师，薪酬待遇高于当地平均水平，为公司积累的宝贵的师资以及管理方面人员，为后续异地扩张时输送管理以及师资人才资源做充足准备。

生师比处于行业地位，具有较大弹性空间。截止 2017 年 2 月，龙门教育全封闭校区生师比为 10.35，低于民办高中以及民办初中生师比平均水平 20 以及 17，同时低于港股上市学校标的平均生师比水平，随着公司异地扩张后校区的成熟，生师比有望逐渐提升进一步提升公司盈利能力水平贡献业绩。

图表27. 龙门教育全封闭校区生师比处于行业较低位置



资料来源：公司公告、教育部、广证恒生（龙门教育 2017 年数据为截止 2017 年 2 月底）

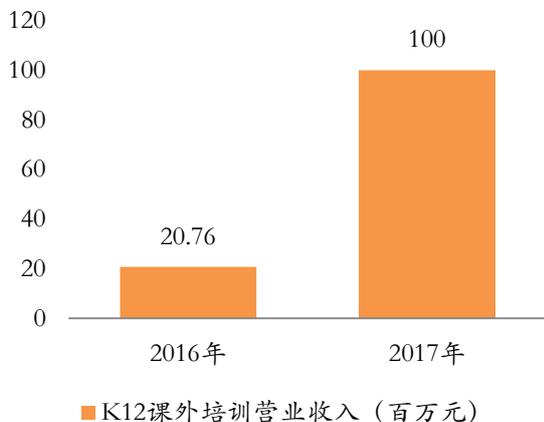
3.1.2 学习中心：品牌积累+用户导流，龙门教育生态有机构成

聚焦中西部省会城市，合伙人制助推快速扩张。龙门教育目前在北京、武汉、合肥、长沙等 11 个城市拥有 62 个学习中心，通过区域合伙人制度扩张，公司控股，17 年合计拥有 5000 学生人次；由于学习中心从 16 年开始扩张，大多数在 17 年开始扩展，学习中心平均拥有 18 个月的盈亏平衡周期，因此该业务 16 年亏损 2000w，17 年营收超过 1 个亿，亏损 800w，18 年有望实现盈利驱动业绩成长。预计未来三年扩张到 100 家，主要分布在中西部地区。主要课程包括 1 对 1，1 对 3 以及短期的全封闭课程。

积累用户与品牌基础，为全封闭校区异地扩张做导流。龙门教育 K12 课外培训主要以初中成绩中等、高中成绩在二本分数线以下的学生为目标群体，目的为积累客户基础形成品牌沉淀，为公司全封闭校区异

地扩张做铺垫。龙门教育创设“短期集训+免费跟踪教学服务”教学模式，兼顾学习效率和学习效果，“英语集训赢”系列产品在 K12 培训中心落地推广，未来将陆续开通数学、语文、物理等模块，实现高考“6选3”学科全覆盖，其设立短期全封闭集训课程有望给长期的全封闭课程做用户导流，目前北京校区有 20% 的用户是从学习中心导流到全封闭校区。

图表28. 龙门教育学习中心营收高速增长



资料来源：公司公告、广证恒生

图表29. 龙门教育学习中心前台



资料来源：公司官网、广证恒生

差异化服务提升用户体验。课程服务方面，“龙门尚学”根据学生个人特点，灵活提供精品一对一、精品班组课、全托冲刺等课程。按照龙门 3A 高效学习系统，学生将接受能力测评、学习规划、个性化辅导、成长档案、学情报告、实时答疑六位一体综合服务，确保学习效果。**运营模式方面**，龙门教育在全国首推名师合伙人机制并搭建名师联盟，通过 O2O 混合式学习模式，实现优质教育资源、名师课程共享，解决优质教育资源分配不均的问题，且在教师组成方面以兼职老师为主。

龙门教育是中国首家提出并采用“互联网+教师合伙人”的教育创业平台。教师合伙人制度的基本的原则是“耕者有其田，商者有其股，教者有其业”的共享发展理念，以“线上拼课网、线下拼课堂”的 O2O 运营模式为核心，通过“教师合伙人”制度帮助高度分散的名师工作室向品牌化、规模化、互联网化。名师合伙人能提高场地的使用效率，从而降低场地供应商所占的成本；同时，靠教师的口碑形成粉丝经济，从而降低营销费用，有利于异地复制扩张。

图表30. 龙门教育 3A 学习系统



资料来源：公司公告、广证恒生

图表31. 龙门教育学习中心以兼职教师为主

员工类型	2017.2.28	2016.12.31
专职 (人)	51	43
兼职 (人)	946	972
合计 (人)	997	1015

资料来源：公司官网、广证恒生

图表32. 龙门教育首创“教师合伙人”教育创业平台

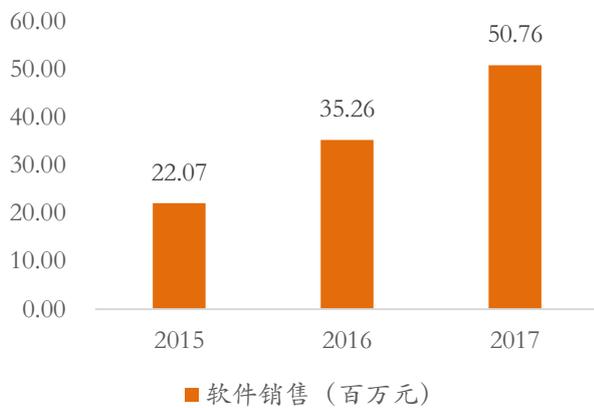


资料来源：公司公告、广证恒生

3.1.3 教学软件：借助科技手段升级教学体验，B2B2C 模式输出产品

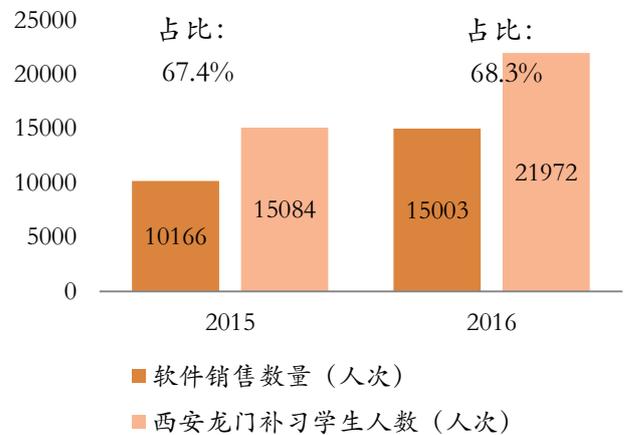
B2B2C 模式输出产品，体系内协同效应显著。 龙门教育教学软件业务依托跃龙门育才科技有限公司，目前有龙门教育董事长亲自抓手，主要有教育软件、教材体系、校务云三类产品，教学软件与课程研发为龙门提供更加科学、更加智能的教学方式，同时采用 B2B2C 业务模式向合作机构输出产品及服务。2016 年软件销售营业收入为 5076 万元，同比增长 44%。软件销售对象主要是龙门教育旗下封闭式培训学校学生和其他培训机构，2015-2016 年深圳跃龙门软件销售数量占龙门教育封闭式培训学校人数比一直保持在 67% 以上，购买人数稳定，全封闭 VIP 学校为软件销售业务带来可观的流量入口；同时产品也将运用于学校中心做短期的全封闭学习训练，让学生体验课程后引流至长期全封闭校区中；后期有机会将教学产品出售至其它教学机构，做收入分成。

图表33. 龙门教育教学软件营收高速增长



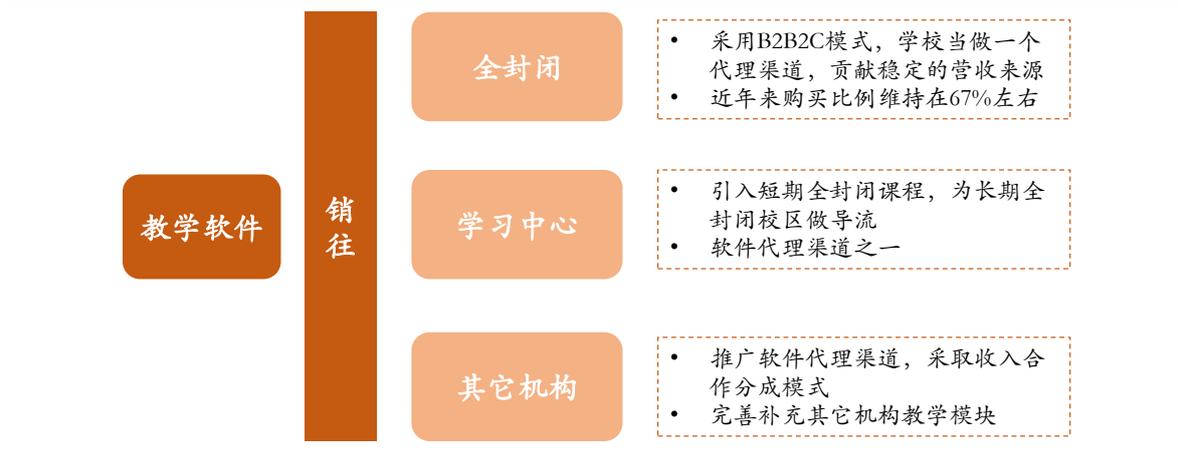
资料来源：公司公告、广证恒生

图表34. 全封闭学生购买学习软件人次占比高



资料来源：公司官网、广证恒生

图表35. 教学软件销售渠道梳理



资料来源：广证恒生

不断拓宽教学软件产品线，教育+互联网增强竞争力。公司享有《龙门单词突击集训赢软件 V1.0》、《龙门教务云 ERP 管理系统 V1.0》、《跃龙门交互式教学系统 V2.0》、《跃龙门阅读宝系统 V1.0》等十四款计算机软件著作权，陆续开发了用以支撑线下培训的《跃龙门中高考知识点挖掘机》、《龙门精讲》、《学习空间站》等功能性产品，及《龙门单词突击集训赢》、《写作赢》、《分级阅读》等软件和培训结合的课程产品。同时，公司还将开发教学教务管理系统，智能阅卷系统等不断完善智能教学产品体系，构建教育+互联网生态体系增强公司核心竞争力。

图表36. 线上教学软件增强教学效果



资料来源：公司公告、广证恒生

3.2 差异化赛道+团队优势+科技工具+品牌构建壁垒

①**差异化赛道**：龙门教育定位于中考高、中等生、中西部，并且核心竞争力在封闭式效果保证的中高考培训业务，避开了同好未来、新东方等行业巨头的直接竞争，独特的定位带来了比较优势。龙门教育是陕西地区中高考培训绝对的龙头机构，后续有望通过学习中心+全封闭校区联动扩张做大做强。

②**核心团队科学搭配**：创始人马良铭先生老师从事教育工作多年，在中高考教学方面拥有 20 余年经验，也是龙门核心业务模式的创造者。总经理黄森磊先生负责教学管理。黄森磊先生历任北大附中联想远程教育有限公司总经理、安博教育集团副总裁、京翰教育总裁。在京翰教育任职期间，带领京翰教育实现营收从 2 亿元至 11 亿元的快速增长。黄森磊在知名全国性公司的管理及业务拓展经验，结合马良铭先生的龙门模式创造经验，应该能保证龙门核心业务模式向全国稳健复制与扩张。师资储备层面，通过师资培训体系以及标准化的课程体系建立，公司积极协助教师提高整体教学水平，并设置科学的激励机制，保持者较低的人才流失率，为公司发展奠定坚实的人才基础。

③**积极探索教育+科技**：公司子公司跃龙门育才科技专注智能教学软件、学校管理系统研发，仿生线下教学的过程，实现教学环节局部自动化，优化教与学的效率效果和速度。并在深圳设立互联网创新研究



院，探索教育与互联网大数据、VR 等新技术的结合，旨在让教师教学更轻松有效率，让学生学习效果更明显。实施互联网转型升级，联合鹏博士、挪威 pexip 公司搭建线上教育平台，是国内第一家完成线上线下的融合的中高考培训机构。通常受限于管理成本，培训机构依靠线下覆盖方式仅限于一二线城市，龙门利用 DT 技术扩展管理边界，实现对三四线城市及社区更加零散的市场的覆盖。通过战略投资、早期孵化、跨界合作等方式，运用前沿科技创新教育教学服务模式。

④**教学研发体系完善，降低对名师依赖**：龙门全封闭学校师资团队全部为专职教师，便于教研工作的组织管理，有利于开展针对新高考“学考”、“选考”不同学科在学习进度和学习过程上的研究实践，研发专用辅导教材扩大教研壁垒。同时，标准化课程体系的建立，有助于公司摆脱对“名师教学”的过度依赖，保障“跨区域、同质量”的教学体验。

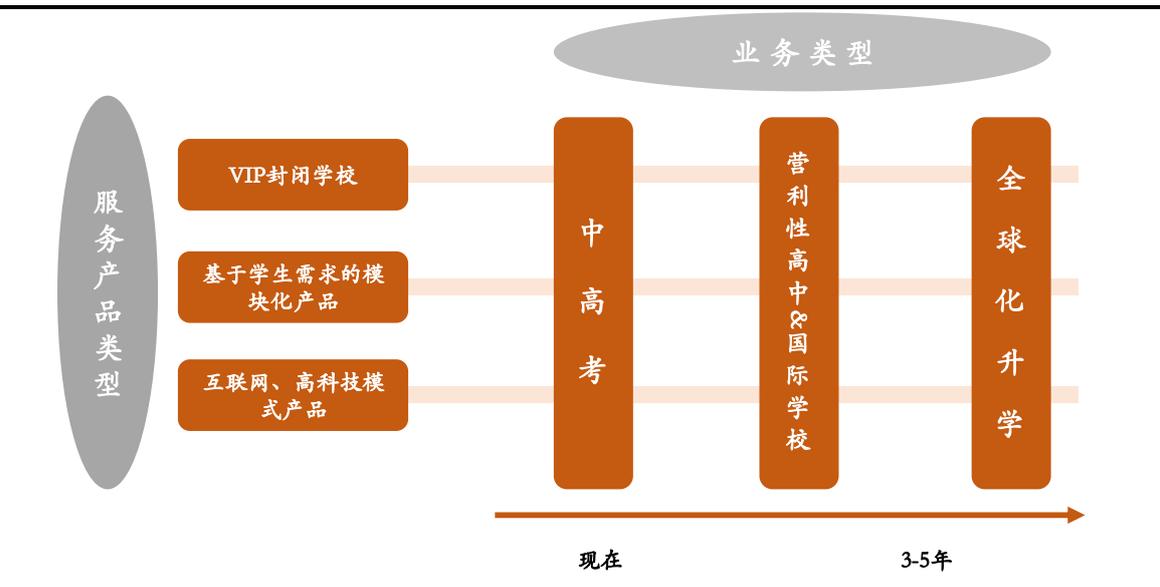
⑤**品牌沉淀深厚，降低获客成本**：龙门教育是全国中高考补习培训领先企业，在陕西省已经树立龙头企业的品牌地位，区域影响力反映在市场规模、市场占有率、招生人数等多个维度，较大程度上缩减了招生和获客成本。公司连续多年荣获教育行业年度奖项，长期的品牌积淀有利于吸纳优质师资、获取更多教育资源，为龙门教育在地域扩张上做正向的口碑积累。

3.3 内生+外延，丰富教学产品完善教学生态

投资成立并购基金，持续外延完善教学生态。龙门教育拟与国都创业成立总规模为 2 亿元的基金，首期规模为 1 亿元，其中龙门教育拟出资 2000 万元认购基金份额的 10%，主要投资方向为教育、医疗、智能制造等行业，成立产业基金，有望给公司提前锁定优质资产，配合公司教育生态体系做大做强。6 月 21 日，龙门教育以自有资金 500 万元收购中传嘉艺 8% 股权，标的为艺考培训知名企业，其核心产品“北广之星”已成为国内传媒艺考学生的知名品牌，在品牌、送考、专业培训方面都具有较强的能力；同时，龙门教育以自有资金 450 万元认购领军博雅 15% 股权，标的致力于服务新高考、自主招生领域，借助软件技术开发自主招生培训课程，公司通过参股两个教育标的，有望不断完善公司在中高考板块的布局，有望在抓住新高考变革之际率先突围。

以全封闭学校为根基，以模块化&新技术产品为创新工具打造从中高考到全球化升学的服务领域。从短期来看，公司立足于中高考、中等生、中西部的定位，以高利润率（40%+）的全封闭学校为利润根基，以全封闭学校异地扩张为业绩增长的核心驱动，以学习中心作为品牌沉淀的工具，同时配以模块化的教学软件产品通过 B2B2C 的模式输出，构建完善的短期龙门教育生态体系；从长期来看，龙门教育目前已经获得职业院校、高中学历教育办学许可，后续有望把服务对象从中高考延伸至民办高中以及国际学校领域，通过与当地政府合作，输出品牌与教学资源，通过轻资产快速扩张模式获得持续成长机会。

图表37. 龙门教育发展策略示意图

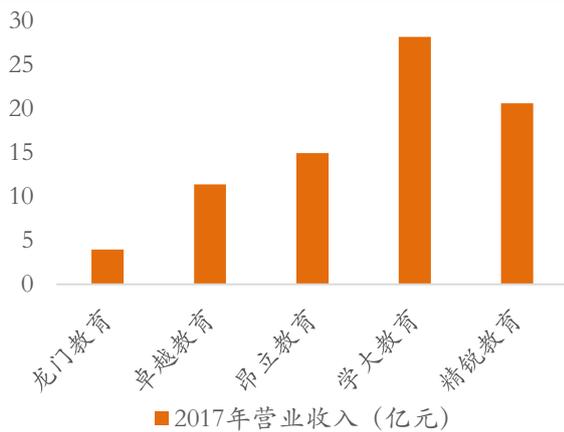


资料来源：广证恒生

3.4 关键财务数据对比

龙门教育全封闭校区盈利能力高，成本费用控制行业领先。从收入利润体量来看，龙门教育 2017 年实现营收 3.9 亿元，净利润 1.05 亿元，处于 K12 课培行业第二梯队位置，考虑龙门教育实现全封闭校区（大校区、大班）运营模式以及在中西部形成品牌优势，公司毛利率以及净利润率水平平均处于行业领先，且销售费用率以及管理费用率低于行业平均。我们认为公司盈利能力较高主要因为：1) 全封闭校区运营模式对标学校类资产，净利润水平平均在 40% 以上；2) 公司在异地扩张时采用区域合伙人制度，依靠当地优秀人才进行校区运营，有效降低异地扩张带来的营销成本，待品牌成熟后建立全封闭校区，从学校中心到全封闭校区导流，实现良好的生态闭环。

图表38. 可比 K12 课培机构营业收入情况



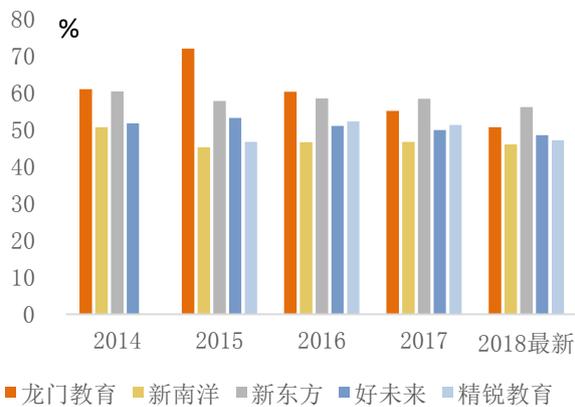
资料来源：公司公告、广证恒生

图表39. 可比 K12 课培机构净利润情况



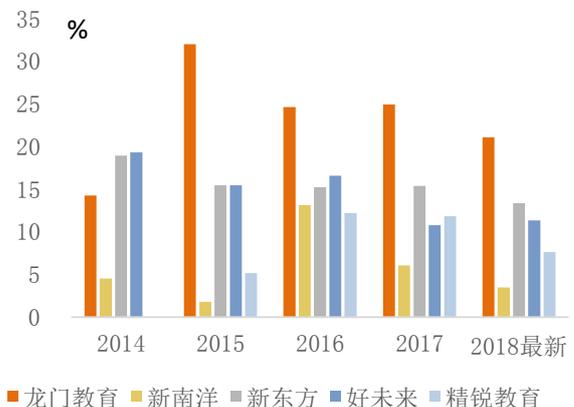
资料来源：公司公告、广证恒生

图表40. 可比 K12 课培机构毛利率情况



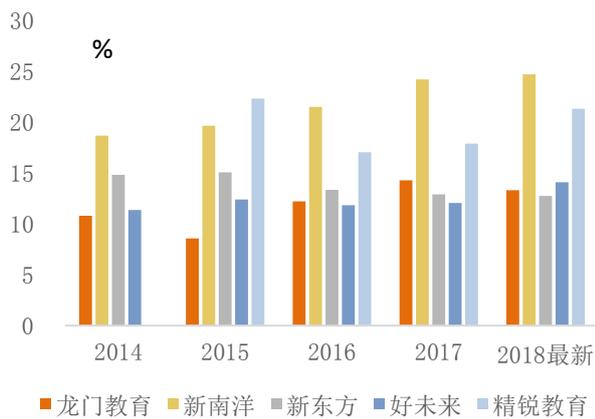
资料来源：公司公告、广证恒生

图表41. 可比 K12 课培机构净利润率情况



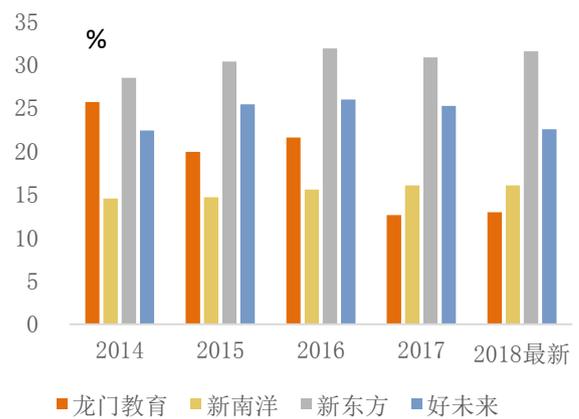
资料来源：公司公告、广证恒生

图表42. 可比 K12 课培机构销售费用率情况



资料来源：公司公告、广证恒生

图表43. 可比 K12 课培机构管理费用率情况



资料来源：公司公告、广证恒生

5. 投资逻辑

- 与市场不同的观点：**①市场认为龙门教育作为二线 K12 课培机构，在异地扩张中将受到新东方及好未来的严重挤压阻碍公司持续成长；我们认为龙门教育作为中西部 K12 课培龙头，聚焦于中西部、中等生、中高考，通过全封闭校区异地扩张驱动成长，与双巨头在细分赛道、用户定位、运营模式均存在较大区别。②市场担心龙门教育异地扩张中品牌、招生、师资等运营层面的问题；我们认为龙门教育不是单纯的校区的复制，而是体系化的复制：其先在异地与当地合伙人共同建立 K12 学习中心，通过学习中心在异地积累品牌与口碑，随后建立盈利能力更高的全封闭校区并为其导流，同时龙门教育全封闭校区全都是专职教师，并通过科技+教育手段形成标准化教学产品，在复制过程中既降低了对老师的依赖，又为扩张积累的宝贵的师资资源，共同构成龙门教育生态体系。
- 收购龙门教育，从百亿油墨赛道转型万亿教育赛道驱动成长。**公司是环保胶印油墨行业龙头企业，传统主业年均维持 3000-4000 万利润。2017 年公司作价 7.69 亿元通过现金（40%）+并购贷款（60%）方式收购中西部 K12 课培龙头龙门教育 50.53% 并通过享有部分股东表决权合计拥有 53.16% 表决权，17-19 年业绩承诺为 1/1.3/1.6 亿元，龙门教育已于 2017 年 12 月 28 日完成并表，2017 年实现净利润 1.05 亿元符合预期，龙门教育是西部地区领先的中高考升学培训机构，通过 VIP 全封闭校区（7 个校区，1.3 万学生）+课外学习中心（11 个城市，61 校区，5100 名学生）+软件教学产品构建生态联动扩张，针对①差异化赛道：中高考全封闭培训细分赛道；②细分市场：聚焦“中等生”庞大学生人群；③细分区域：重点覆盖二三四线城市；多层差异化赛道成就细分龙头开辟成长空间。
- 内生+外延持续推进，丰富教学产品完善教学生态。**龙门教育先后投资成立总规模为 2 亿元的教育产业基金，并以自有资金投资以及艺考自主招生标的中传嘉艺以及高考改革标的领军博雅，持续通过外延手段完善公司教育生态布局；同时，后续有望把服务对象从中高考延伸至民办高中以及国际学校领域，通过与当地政府合作，输出品牌与教学资源，通过轻资产快速扩张模式获得持续成长机会。
- 盈利预测：**我们预计公司 2018-2020 年净利润为 0.76/1.02/1.27 亿元，对应 EPS 为 0.32/0.42/0.53 元/股，对应 PE 为 28/21/17 倍。结合行业可比公司估值，我们给予公司 18 年 35-40 倍 PE，对应仍有 25-42% 的空间。维持强烈推荐评级。



图表44. 业务营收测算

项目		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
传统 主业	油墨	4.95	4.90	4.72	4.86	4.96	5.06
	YOY		-1.01%	-3.67%	3.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	71.96%	60.27%	55.08%	55.00%	55.00%	55.00%
教育 板块	面授	1.24	2.00	3.38	4.73	6.62	8.94
	YOY	365.44%	61.14%	68.69%	40.00%	40.00%	35.00%
	毛利率	66.94%	52.94%	47.85%	48.00%	49.00%	50.00%
	教学软件	0.22	0.35	0.51	0.71	0.96	1.30
	YOY		59.77%	43.97%	40.00%	35.00%	35.00%
	毛利率	97.51%	98.82%	97.19%	97.00%	97.00%	97.00%
	咨询			4.00%	0.06	0.09	0.14
	YOY				50.00%	50.00%	50.00%
	毛利率			95.45%	95.00%	94.00%	94.00%
	游学			0.01	0.01	0.02	0.02
	YOY				30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率			20.50%	20.00%	20.00%	20.00%
	教育合计	1.46	2.35	3.94	5.52	7.70	10.40
	YOY		60.96%	67.66%	40.08%	39.44%	35.16%

资料来源：公司公告、广证恒生

图表45. 可比公司估值表

股票代码	股票简称	市值	PE (TTM)	PE2018	PE2019	PE2020
600661	新南洋	66.48	53.16	37.28	29.80	24.74
300010	立思辰	102.06	51.88	36.80	31.32	26.37
EDU.N	新东方	144.62	50.48	48.86	36.15	26.29
TAL.N	好未来	209.88	105.76	76.88	47.38	0.00
ONE.N	精锐教育	19.49	58.50	-	-	-
BEDU.N	博实乐	18.76	57.06	44.67	29.78	
1317.HK	枫叶教育	196.63	34.09	31.41	24.19	19.28
6068.HK	睿见教育	134.83	45.82	36.44	28.09	22.47
A股K12教育可比公司平均估值				37.04	30.56	25.56

资料来源：Wind、广证恒生



盈利预测模型:

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	677	707	850	1029	营业收入	472	1036	1260	1538
现金	362	401	541	722	营业成本	383	644	761	924
应收账款	131	134	133	133	营业税金及附加	4	8	11	13
其它应收款	11	6	7	8	营业费用	29	62	81	100
预付账款	10	6	8	7	管理费用	46	92	121	154
存货	88	77	83	80	财务费用	5	28	27	24
其他	75	83	79	79	资产减值损失	1	3	3	4
非流动资产	1025	1050	1122	1170	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	27	30	50	50	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	286	293	315	338	营业利润	6	199	257	318
无形资产	42	45	50	57	营业外收入	3	4	4	4
其他	670	682	707	724	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1702	1757	1971	2199	利润总额	9	202	260	321
流动负债	470	379	409	408	所得税	3	59	75	93
短期借款	190	190	190	190	净利润	6	144	185	228
应付账款	84	83	84	83	少数股东损益	0	67	82	100
其他	196	106	135	135	归属母公司净利润	6	77	103	128
非流动负债	379	378	379	378	EBITDA	65	252	311	373
长期借款	378	378	378	378	EPS (摊薄)	0.02	0.32	0.42	0.53
其他	1	0	1	0					
负债合计	848	757	787	787	主要财务比率				
少数股东权益	148	215	297	397	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	243	243	243	243	成长能力				
资本公积	201	201	201	201	营业收入增长率	-3.6%	119.5%	21.6%	22.0%
留存收益	265	341	444	572	营业利润增长率	-85.0%	3257.3%	29.2%	23.9%
归属母公司股东权益	708	785	887	1015	归属于母公司净利润增长率	-84.0%	1228.0%	33.9%	24.8%
负债和股东权益	1702	1757	1971	2199	获利能力				
					毛利率	18.8%	37.8%	39.6%	39.9%
					净利率	1.2%	13.9%	14.6%	14.8%
					ROE	0.7%	8.3%	9.4%	9.9%
					ROIC	1.7%	11.9%	13.7%	15.1%
					偿债能力				
					资产负债率	49.8%	43.1%	39.9%	35.8%
					净负债比率	75.20%	78.09%	76.11%	77.48%
					流动比率	1.44	1.87	2.08	2.52
					速动比率	1.25	1.66	1.88	2.33
					营运能力				
					总资产周转率	0.38	0.60	0.68	0.74
					应收账款周转率	3.53	7.81	9.46	11.57
					应付账款周转率	4.62	7.70	9.13	11.07
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.02	0.32	0.42	0.53
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.11	0.65	1.02	1.09
					每股净资产 (最新摊薄)	2.92	3.23	3.66	4.19
					估值比率				
					P/E	374.88	28.23	21.08	16.89
					P/B	3.05	2.75	2.44	2.13
					EV/EBITDA	25.24	10.19	8.10	6.56

现金流量表

单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	27	158	246	263
净利润	6	77	103	128
折旧摊销	32	22	24	27
财务费用	5	28	27	24
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-17	-40	11	-16
其它	1	72	82	99
投资活动现金流	-477	-43	-88	-68
资本支出	-7	-40	-60	-60
长期投资	0	2	-22	0
其他	-469	-5	-6	-8
筹资活动现金流	630	-75	-19	-14
短期借款	190	0	0	0
长期借款	378	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积金增加	0	0	0	0
其他	62	-75	-19	-14
现金净增加额	180	40	139	182



6.风险提示

- 教育整合并购不达预期
- 传统主业大幅下滑



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。