



2018 年职教培训回顾：享受政策红利，聚焦头部企业

“产业链延伸+跨赛道”机会

2019.1.10

黄莞 (分析师)	田鹏 (研究助理)
电话: 020-88832319	020-88836115
邮箱: huangguan@gzgzhs.com.cn	tian.peng@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310517050001	A1310117080001

投资摘要:

2018 年教育各个细分领域政策监管持续升级，而职教培训是少数享受政策长期鼓励的赛道之一。我们此次从多方面回顾更新了 2018 年职教培训赛道的基本面情况，总结并修正我们对于整体职教培训行业发展趋势的研判，为广大投资者分享我们在当前时点下对于这近 9000 亿市场空间职教培训赛道的投资逻辑。

● 2018 年热点事件分析

政策端：职教培训定位明确，长期享受政策红利。在行业整体政策监管趋严的大背景下，非学历职业培训政策导向依旧指向鼓励“产教融合、校企合作”，是所有教育细分领域中政策环境最为宽松的赛道之一。

需求端：职业培训需求旺盛，众多细分赛道蓬勃发展。(1) 考研：2018 年报考人数达 290 万 (+21%)，增速创近 10 年新高；(2) 教师资格考试：考试改革叠加教培行业监管趋严，2018 参考人数达 650 万 (+110%)；(3) 财会培训：初级职称成入口级课程，报名人数创新高 404 万人；(4) 成人自考：成人自考培训是职业培训中最大的垂直赛道之一，2017 年市场规模达 466 亿，其中线上占比约 10%。线上化趋势，未来 5 年在线自考培训市场 CAGR 达 58%。

资本端：头部企业登陆资本市场，赛道业绩分化。(1) 一级市场：投融资轮次呈现两极分化，种子轮、天使轮、A 轮及战略投资合计占比达 66%；尚德机构、中公教育、华图教育、新东方在线、沪江教育科技、中国东方教育陆续登陆资本市场；(2) 二级市场：巨头跨赛道寻求突破，中公及华图依旧保持了不错的业绩增速；IT、财会赛道业绩分化明显。

● 行业趋势：线上线下融合加速，赛道延伸与拓宽并进

经过一年多的持续跟踪，行业整体发展基本符合我们的预期。(1) 产业链的前后端延伸及跨赛道发展成为众多职教培训企业 2018 年的重要布局。例如火星时代切入校企合作办学，与广西信息职业技术学院联合开办数字艺术学院，同时收购楷魔视觉，切入下游影视设计领域；达内继续延伸其产品年龄段，大力发展少儿编程等等。(2) 线上线下融合进一步加速，同时两者也在逐渐构建自身的壁垒。部分标准化程度较高的应试类课程线上化程度不断提高，用户习惯迁移较为明显，例如尚德推出在线平台 Genesis，将自考等课程切割成近 28 万个知识点，极大地提高了学员通过率；而产品形态较为复杂的协议班等高端课程成为线下机构的护城河，例如中公、华图面授协议班营收增速仍分别达 95.03%、57.47%；

● 投资逻辑：结合行业趋势及各赛道差异性，精选优质标的。

(1) 我们依旧重点看好处于洗牌期的赛道如 IT 培训、财会培训。对于 IT 培训赛道而言，我们看好课程研发实力较强，卡位下游人才需求火热的赛道的传智播客、火星时代，同时保持对达内扩充至少儿编程领域的进程的关注；对于财会赛道而言，我们看好卡位新入口课程及实操培训的机构，推荐关注高顿教育、恒企教育、会计学堂等。

(2) 关注成熟期赛道（公考、考研等纯考证类赛道），我们认为赛道竞争格局稳定，寡头特征明显。建议重点关注其龙头企业跨赛道发展、产业链前后延伸的实力，推荐关注中公教育、华图教育、文都教育；

(3) 保持对商业模式创新、资源禀赋较高的优秀企业的关注。推荐关注尚德机构、新东方在线、沪江教育科技、粉笔公考、考虫等。

● 风险提示：政策推进不达预期、跨赛道发展不及预期

相关报告

- 1、职教系列报告之一：万亿市场三分赛道，长期聚焦“双师+跨学科”-20171019
- 2、职教系列报告之二：IT 培训 270 亿空间，关注“双师+技术更迭”机会-20171114
- 3、2019 年教育行业年度策略：监管新常态，关注在线教育新机遇-20181211

广证恒生

做中国新三板研究极客





目录

1. 2018 年热点事件分析	4
1.1 政策端：职教培训定位明确，长期享受政策红利.....	4
1.2 需求端：职业培训需求旺盛，众多细分赛道蓬勃发展.....	5
1.2.1 考研：报名人数连续五年增长，增速创近 10 年新高.....	5
1.2.2 教师资格考试：教培行业监管趋严，2018H1 参考人数同比大增 122%.....	6
1.2.3 财会培训：初级职称成为入口级课程，报名人数创新高.....	6
1.2.4 成人自考：线上化成趋势，未来 5 年在线自考培训市场 CAGR 达 58%。.....	7
2. 头部企业登陆资本市场，赛道业绩分化	8
2.1 一级市场：投融资轮次呈现两极分化，头部企业登陆资本市场.....	8
2.2 二级市场：巨头跨赛道寻求突破，IT、财会业绩分化明显.....	10
2.2.1 公考：“跨赛道+线下协议班”助力双巨头发展.....	10
2.2.2 IT 培训：赛道竞争火热，业绩分化明显.....	12
2.2.2 财会培训：开元股份剥离制造业资产聚焦教育，正保远程进军司考寻求突破.....	14
3. 行业趋势：线上线下融合加速，赛道延伸与拓宽并进	15
3.1 线上化趋势逐步推进，线下主打差异化高端课程.....	16
3.2 产业链前后端延伸，构建“招生+培训+就业+就业后”闭环.....	17
3.3 头部企业跨赛道发展，内生外延并进.....	18
4. 投资逻辑：结合行业趋势及各赛道差异性，精选优质标的	19
5. 风险提示	21



图表目录

图表 1 2018 年职业教育相关政策梳理	4
图表 2 2019 年考研报名人数创下新高，达 290 万人，同比增长 21.85%	5
图表 3 2018 年考研往届生占比达 45%	5
图表 4 提高就业竞争力为考研首要动机	5
图表 5 教师资格证考试改革后通过率骤降	6
图表 6 2018 年初级会计职称报名人数达 404 万人	7
图表 7 预计 2022 年成人自考市场规模达 791 亿元	7
图表 8 预计 2022 年在线成人自考市场规模达 447 亿元	8
图表 9 教育行业一级市场子行业融资数量一览	8
图表 10 2018 年职业培训投融资亿元级项目占比下滑	9
图表 11 2018 年职业培训投融资轮次分布两极分化	9
图表 12 2018 年投融资 TOP5	9
图表 13 头部企业登陆资本市场	10
图表 14 中公教育 2017 年营收达 40.31 亿	11
图表 15 华图教育 2017 年营收达 22.41 亿	11
图表 16 中公教育公考培训占比达 63.56%	11
图表 17 华图教育公考培训占比达 65.90%	11
图表 18 中公和华图直营分支机构迅速扩张	12
图表 19 IT 培训板块营收净利一览	12
图表 20 达内科技 2018 前三季度毛利率达 60.91%	13
图表 21 2018 前三季度少儿业务人数同比大增 361.8%	13
图表 22 2018H1 百洋股份教育业务毛利率达 81.26%	14
图表 23 2018H1 文化长城教育业务占比达 60.1%	14
图表 24 开元股份 2018 年前三季度实现营收 9.81 亿	14
图表 25 前三季度开元股份教育业务占比达 86.34%	14
图表 26 正保远程 FY2018 实现营收 11.47 亿	15
图表 27 FY2019 正保远程培训业务同比增长 27.01%	15
图表 28 尚德构建 IT 基础架构平台——Genesis，将学生及员工行为全部数据化	16
图表 29 2017 年中公、华图面授协议班营收同比增速分别为 95.03% 和 57.47%	17
图表 30 2018 年职教培训领域产业链前后端布局情况	18
图表 32 细分赛道业态各异	20
图表 33 重点关注标的一览	20

1. 2018 年热点事件分析

1.1 政策端：职教培训定位明确，长期享受政策红利

在 2018 年教育行业整体政策监管驱严的大背景下，非学历职业培训定位清晰，符合国家推行终身职业技能培训制度的大方向，政策导向依旧指向鼓励“产教融合、校企合作”，是所有教育细分领域中政策环境最为宽松的赛道之一：

(1) 职教培训是我国当下教育改革与发展战略的重要方向，将长期享受政策红利。2018 年 11 月 14 日，中央全面深化改革委员会第五次会议通过《国家职业教育改革实施方案》，强调要把职业教育摆在更加突出的位置，完善职业教育和培训体系，特别鼓励企业支持职业教育发展。2018 年 12 月通过的《个人所得税专项附加扣除暂行办法》提出“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支出，在取得相关证书的当年，按照 3600 元定额扣除”。(2) 非学历职业教育机构可以直接申请法人机构。2018 年 8 月司法部发布《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）（送审稿）》，其中第十五条指出：“设立实施语言能力、艺术、体育、科技、研学等有助于素质提升、个性发展的教育教学活动的民办培训教育机构，以及面向成年人开展文化教育、非学历继续教育的民办培训教育机构，可以直接申请法人登记”。

图表1 2018 年职业教育相关政策梳理

时间	部门	名称	主要内容
2018.12	国务院	《个人所得税专项附加扣除暂行办法》	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支出，在取得相关证书的当年，按照 3600 元定额扣除。
2018.11	全面深化改革委员会第五次会议	《国家职业教育改革实施方案》	要把职业教育摆在更加突出的位置，对接科技发展趋势和市场需求，完善职业教育和培训体系，优化学校、专业布局，深化办学体制改革和育人机制改革。
2018.8	司法部	《民促法(送审稿)》	第十五条：设立实施语言能力、艺术、体育、科技、研学等有助于素质提升、个性发展的教育教学活动的民办培训教育机构，以及面向成年人开展文化教育、非学历继续教育的民办培训教育机构，可以直接申请法人登记。
2018.5	国务院	《关于推行终身职业技能培训制度的意见》	建立并推行覆盖城乡全体劳动者、贯穿劳动者学习工作终身、适应就业创业和人才成长需要以及经济社会发展需求的终身职业技能培训制度。健全校企合作制度，探索推进产教融合试点。
2018.2	教育部等六部门	《职业学校校企合作促进办法》	发挥企业在实施职业教育中的重要办学主体作用，推动形成产教融合、校企合作、工学结合、知行合一的共同育人机制。职业学校和企业可以开展以下合作：根据就业市场需求合作设置专业；合作制定人才培养或职工培训方案，实现人员互相兼职；开展学徒制合作，联合招收学员，实行校企双主体育人。

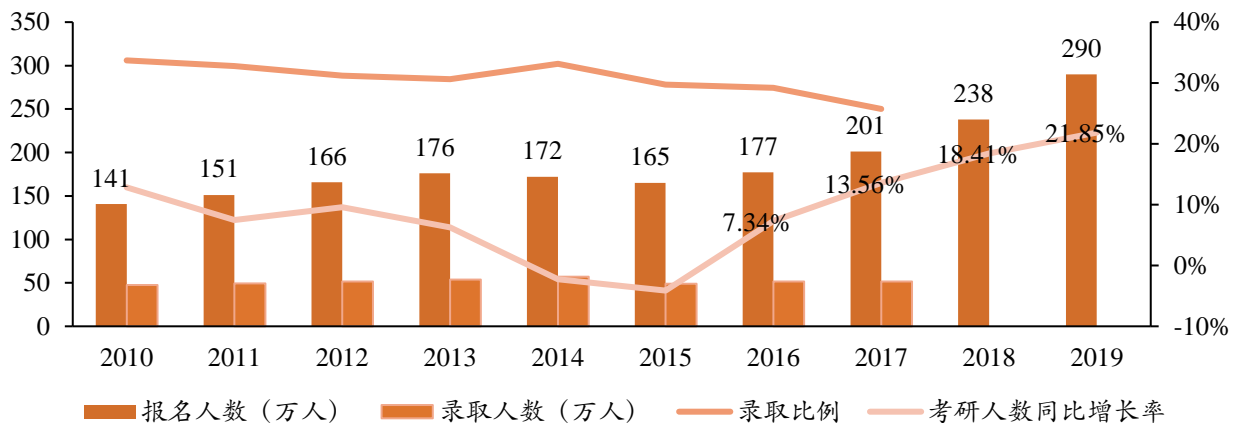
资料来源：国务院、教育部、司法部、广证恒生

1.2 需求端：职业培训需求旺盛，众多细分赛道蓬勃发展

1.2.1 考研：报名人数连续五年增长，增速创近 10 年新高

考研人数创新高，近五年 CAGR 达 15.14%。根据中国教育在线公布的数据显示，2019 年考研报名人数达 290 万人，创下新高，同比增长 21.85%，近五年 CAGR 达 15.14%。一方面，当前，我国经济面临转型升级，在新的发展模式下，毕业生对于提升自我竞争力的要求越来越高，考研成为了更多毕业生的选择。另一方面，2016 年后在职硕士纳入全国统考，原在职考生人群转移，直接带动了报考人数迅猛增长。

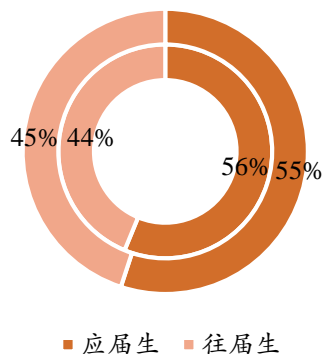
图表2 2019 年考研报名人数创下新高，达 290 万人，同比增长 21.85%



数据来源：中国教育在线、广证恒生

往届生占比达 45%，提升就业竞争力为考研首要动机。从考生结构来看，2017、2018 年往届生占比分别为 44%和 45%，就业竞争加大使许多往届生选择回炉再造，提升竞争力。从考研动机来看，首要动机为就业压力大，提高就业竞争力，占比 39%，在高校毕业生人数保持高增长和宏观经济环境下滑的影响下，使得就业压力上升，读研成为提升竞争力的途径之一；其次是有名校情结，向往名校，占比为 26%；第三是为了通过考研换专业，占比为 14%；第四是继续深造，提高科研能力，占比为 12%。

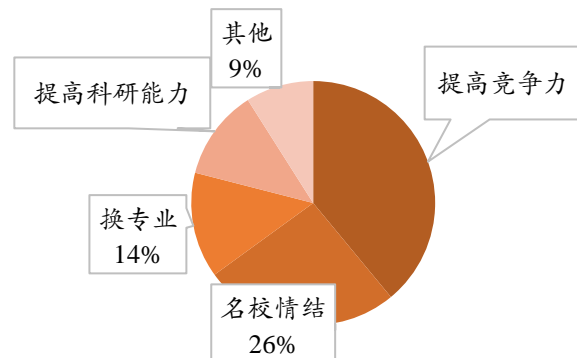
图表3 2018 年考研往届生占比达 45%



数据来源：中国教育在线、广证恒生

备注：从内至外依次为 2017、2018 年的数据

图表4 提高就业竞争力为考研首要动机



数据来源：新东方在线、广证恒生

1.2.2 教师资格考试：教培行业监管趋严，2018 年参考人数同比大增 110%

教师培训人数受到 K12 教培整顿影响创下新高。2018 年 8 月，国务院印发《关于规范校外培训机构发展的意见》，明确要求校外培训机构不得聘用中小学在职教师，从事语数英、物化生等学科培训的教师应具有教师资格。9 月份，教育部发布《关于切实做好校外培训机构专项治理整改工作的通知》，要求培训机构将教师的姓名、照片、任教班次及教师资格证号在其网站及培训场所显著位置予以公示，同时培训机构不得继续聘用未通过 2018 年下半年教师资格考试的教师。监管收紧之下，万亿规模的培训机构市场，也意味着教师资格证培训市场空间庞大。2016 年及 2017 年教师资格证国考笔试人数分别为 280 万人、310 万人，而据芥末堆报道，2018 年全年全国笔试总人数达约 650 万人，同比大增 110%。

教师资格证考试改革后通过率骤降。2015 年，教师资格证考试改革正式实施，打破教师终身制且五年一审，改革后实行全国统考，考试内容增加、难度加大。同时，改革后将不再分师范生和非师范生的区别，想要做教师都必须参加国家统一考试，方可申请教师资格证。2018 年 9 月，教育部宣布教师资格证书由国务院教育行政部门统一印制，社会各类培训机构颁发的培训证书、证明不能作为教师资格证书使用。据统计，改革后笔试通过率仅为 27%，相比改革前大幅下滑 43pct。教师资格证考试难度的提高有望促使参培率进一步提升。

图表5 教师资格证考试改革后通过率骤降

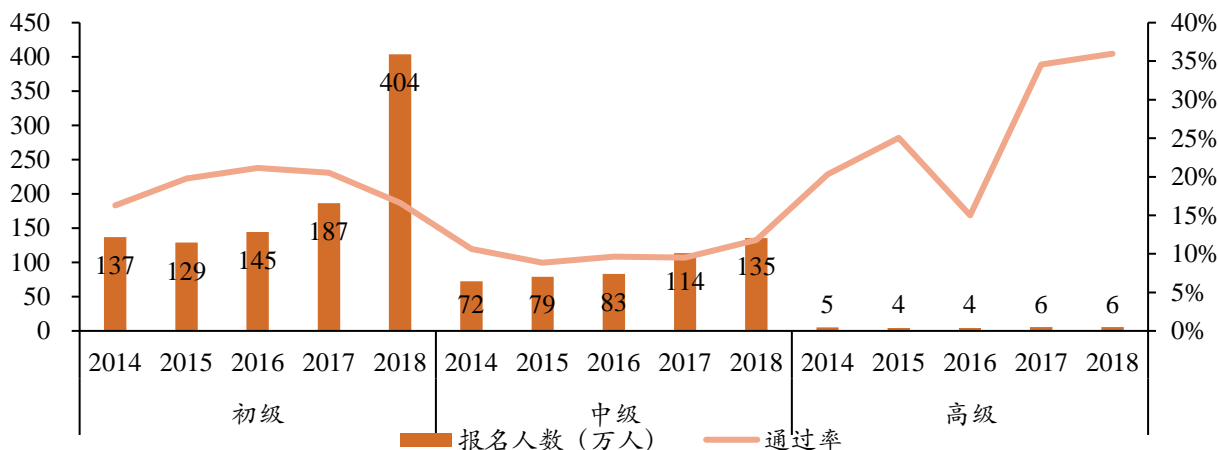
	改革前	改革后
考试形式	各省自主命题	全国统考
考试科目	教育学、心理学	综合素质、学科知识与教学能力
参考教材	指定教材	无指定教材，只有考试大纲
成绩有效期	笔试成绩长期有效	笔试成绩有效期 2 年
资格证有效期	长期有效	每 5 年注册一次
考试次数	4 次/年	2 次/年
笔试通过率	70%	27%

数据来源：广证恒生

1.2.3 财会培训：初级职称成为入口级课程，报名人数创新高

会计从业资格证取消，初级会计职称成入口级课程。2017 年 11 月《会计法》修正案生效，正式取消会计从业资格证书。会计从业资格证书取消后，初级会计职称考试、中级会计职称考试、注册会计师、税务师等考试将成为财务工作者新的目标。其中，从考试难度来看，初级会计职称考试难度最接近会计从业资格考试；从含金量来看，初级会计职称考试含金量比会计从业更高；从报名要求上来看，初级会计职称考试报名门槛要求更低。因此，初级会计职称逐步成为财会领域入口级课程。

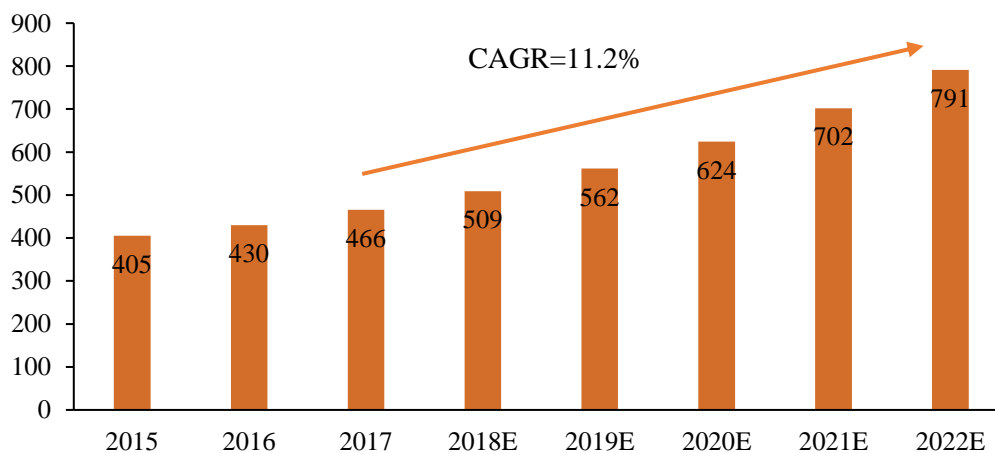
初级会计职称报名人数骤增，2018 年同比增速达 116%。受会计从业资格证取消影响，2018 年初级会计职称报名人数创下新高，达 404 万人，同比骤增 116.04%；2018 年初级会计职称通过率仅为 16.60% (-3.92pct)。中级职称 2018 年报名人数为 135 万人，同比增加 18.42%，CAGR 达 17.02%。截至 2018 年末，通过初级、中级和高级会计职称累计人数分别为 510 万、19 万和 16 万。

图表6 2018年初级会计职称报名人数达404万人


数据来源：财政部、广证恒生

1.2.4 成人自考：线上化成趋势，未来5年在线自考培训市场 CAGR 达 58%。

成人自考培训是职业培训中最大的垂直赛道之一，2017年市场规模达466亿。除我们常接触的普通高等学校招生全国统一考试（简称“高考”）外，另外三类重要获得本科学历的方式包括成人自考、成人高考及远程教育（函授），其中以自考含金量最高。自考考生需要通过10-20次考试，一般花费1-5年的时间才可全部通过，并向对应大学申请获得相应的学士学位。由于自考难度较大，考生参培率较高，促使自考培训市场蓬勃发展。艾瑞咨询的数据显示，截至2017年12月31日，中国18岁或以上的未获得学士学位的人约6.06亿。根据教育部考证中心数据，截止到2018年10月，全国共开考高等教育自学考试专业（包括独立本科阶段）569种，报名新考生共计4400万人，建档在籍考生1100万人。根据艾瑞咨询报告显示，2017年我国成人自考市场规模为466亿元，预计2022年达到791亿元，年复合增长率达11.2%。

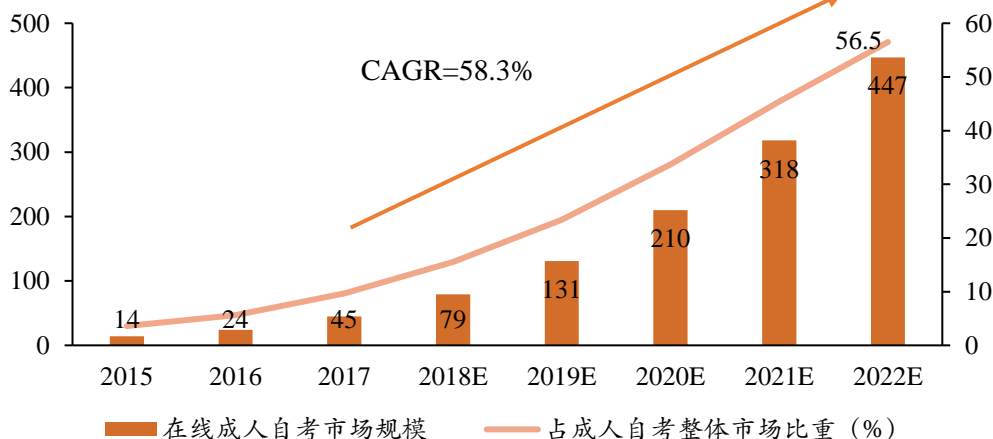
图表7 预计2022年成人自考市场规模达791亿元


数据来源：艾瑞咨询、广证恒生

成人自考培训市场线上化成趋势，未来5年在线成人自考培训市场 CAGR 达 58%。一方面，由于成人自考需要较长的学习周期和涵盖多个学科，因此考生需要更多的监督和规划，利用在线培训平台可以实

时监控、跟踪和监督学生的学习进度，有效提高学生的考试及格率；另一方面，那些通常忙于工作蓝领或白领的学生可以通过在线实时媒体课程在灵活的时间和地点学习。根据艾瑞咨询报告显示，我国在线成人自考市场2017年市场规模为24亿元，预计2022年达到447亿元，年复合增长率高达58.3%，预计占成人自考整体比重将由2017年的9.7%提升至2022年的56.5%，市场空间广阔。

图表8 预计2022年在线成人自考市场规模达447亿元



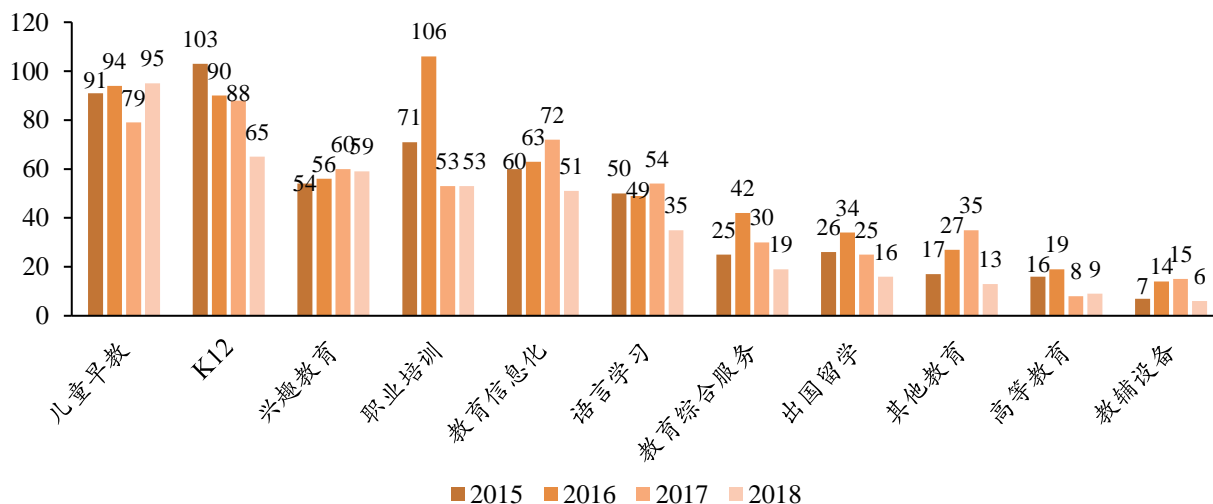
数据来源：艾瑞咨询、广证恒生

2. 头部企业登陆资本市场，赛道业绩分化

2.1 一级市场：投融资轮次呈现两极分化，头部企业登陆资本市场

职业教育领域热度消减，融资数目有所下降。受资本寒冬大环境的影响，近两年职业培训在一级市场上的投融资数量有所下滑，2018共53起，与2017年持平，仅为2016年的一半，有着较大幅度的收缩，横向对比来看落后于早教、K12和兴趣教育赛道。

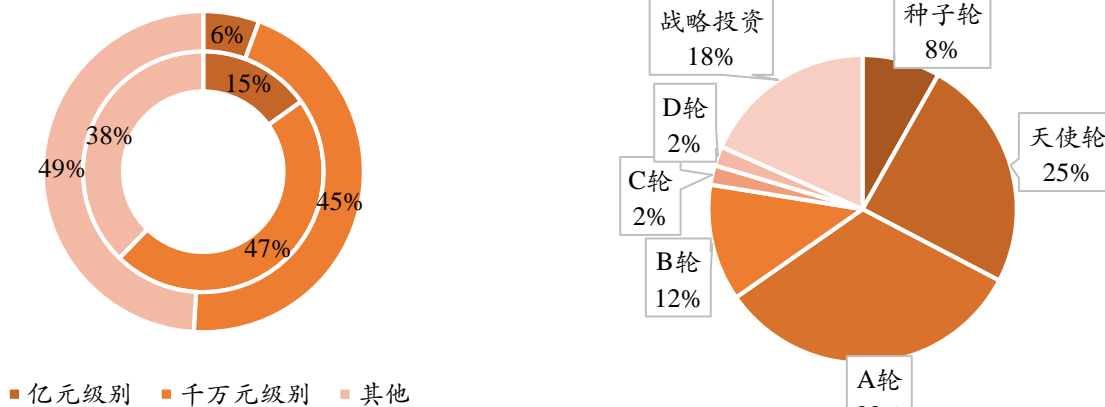
图表9 教育行业一级市场子行业融资数量一览



数据来源：IT桔子、广证恒生

细分赛道天花板有限、跨赛道发展难致投资轮次两极分化。从投资金额来看，亿元级别融资项目占比有所下滑，由2017年的15%下降9pct到6%，鲜有影响力较大的新兴企业获得大额融资。从投资轮次来看，2018年种子轮、天使轮和A轮合计占比达66%、战略投资占比为18%，呈现出明显的两极分化。较少大额融资和轮次两极分化的原因主要有以下两点：一方面，职业培训各个细分赛道窄，天花板有限，且竞争态势较为成熟，初创企业难以在短时间内做大；另一方面，跨赛道发展较难，品牌效应较弱的新兴企业难以通过内生孵化或者外延并购实现跨赛道发展，短时间内迅速扩张难度较大。

图表10 2018年职业培训投融资亿元级项目占比下滑 **图表11 2018年职业培训投融资轮次分布两极分化**



数据来源：IT 桔子、广证恒生

数据来源：IT 桔子、广证恒生

备注：从内至外依次为2017、2018年的数据

图表12 2018年投融资TOP5

融资方	轮次	金额	公司简介	投资方
高顿教育	C轮	8亿人民币	专注构建财经终身教育服务体系，旗下拥有高顿财务培训、高顿财经、高顿网校、高顿研究院等品牌。	高瓴资本、摩根士丹利、涌铎投资、嘉御基金
DreambigCareer	战略投资	数亿人民币	专注于求职咨询、简历求职信优化、模拟面试、长期精英特训、在线课堂等服务。	博实乐教育
职优你	C轮	2亿人民币	为国际留学生以及在职精英提供一站式人才输送解决方案	东方富海、新东方、昆仲资本、猎聘网
火星时代	战略投资	8415万人民币	专注于影视动画专业、游戏视觉设计专业、建筑设计专业、新媒体专业等方向的培训	百洋股份
海渡学院	A轮	5400万人民币	制造业自学平台，提供线上免费优质课程	未透露

数据来源：IT 桔子、广证恒生

职教头部企业陆续登陆资本市场。2018年开年以来，职教头部企业纷纷登陆资本市场或递交IPO。2018年3月，成人在线教育领军者尚德机构登陆美股，是国内首家赴美上市的在线大班课程成人教育机构。5

月，职业考试培训龙头中公教育发布公告称拟借壳亚夏汽车登陆 A 股；12 月 28 日，中公教育完成 100% 股权过户手续及相关工商变更登记，成为亚夏汽车的全资子公司，正式登陆 A 股。华图教育和中国东方教育也分别于 3 月和 12 月递交港股 IPO。以大学生市场为主的新东方在线、沪江教育科技也于同年 7 月递交了港股聆讯材料。

图表13 头部企业登陆资本市场

公司	上市（聆讯）时间	主营业务领域	营收	净利润
尚德机构	2018 年 3 月 美股	成人自考、人力、会计、 教师资格证培训	2017: 9.70 亿 2018 年前 3 季度: 14.05 亿	2017: -9.19 亿 2018 年前 3 季度: -7.43 亿
中公教育	2018 年 5 月 A 股	公务员、事业单位、教师 等泛公职招录培训	2017: 40.31 亿 2018 年前 4 个月: 14.53 亿	2017: 5.25 亿 2018 年前 4 个月: 0.57 亿
华图教育	2018 年 3 月 (港股聆讯)	公务员、事业单位、教师 等泛公职招录培训	2017: 22.41 亿 2018H1: 13.82 亿	2017: 3.48 亿 2018H1: 2.99 亿
中国东方 教育	2018 年 12 月 (港股聆讯)	烹饪技术、信息技术及汽 车服务培训	2017: 28.50 亿 2018 年前 8 个月: 20.55 亿	2017: 6.42 亿 2018 年前 8 个月: 2.90 亿
新东方在 线	2018 年 7 月 (港股聆讯)	大学生市场（出国考试、 四六级、考研）+K12+幼 儿	2018: 6.50 亿	2018: 0.91 亿
沪江教育 科技	2018 年 7 月 (港股聆讯)	大学生市场（出国考试、 四六级、小语种等）+K12	2017: 5.55 亿 2018 前 8 个月: 4.36 亿	2017: -5.37 亿 2018 前 8 个月: -8.63 亿

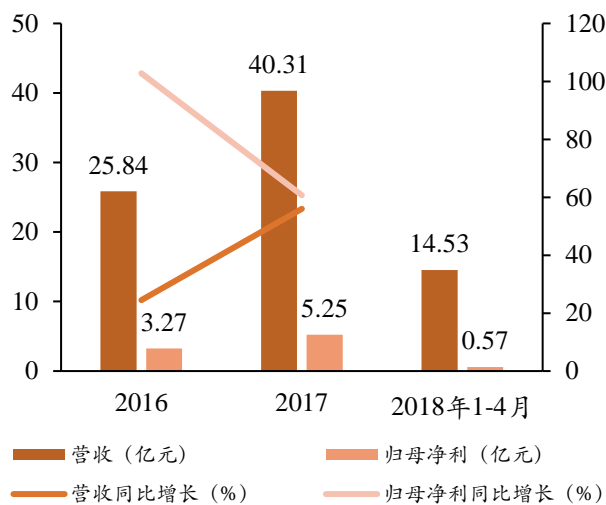
数据来源：公司公告、招股说明书、广证恒生

2.2 二级市场：巨头跨赛道寻求突破，IT、财会业绩分化明显

2.2.1 公考：“跨赛道+线下协议班”助力双巨头发展

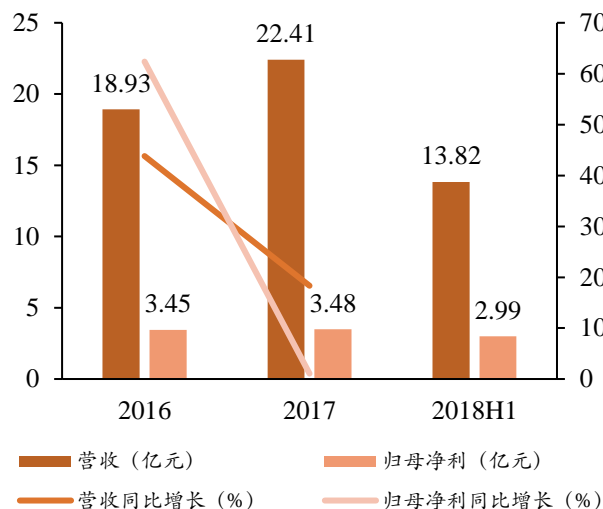
双巨头格局趋于稳定。中公教育和华图教育均从事公务员招录培训、事业单位招聘培训、教师招聘及资格培训等业务。2017 年中公教育实现营收 40.31 亿，同比增长 56.00%，对应净利润 5.25 亿，同比增长 60.70%，主要系面授课程收入增长带来营收净利高增长。2018 年前 4 个月实现营收 14.53 亿，对应净利 0.57 亿。2017 年华图教育实现营收 22.41 亿，同比增长 18.33%，对应净利润 3.48 亿，同比增长 1.06%，营收增长主要系面授课程人数大幅度增加所致。根据弗若斯特沙利文报告显示，按 2017 年营收计，我国职业教育市场前五大市场参与者总占比为 9.8%，其中中公教育和华图教育位居前两名，市场份额分别达到了 4.1%和 2.3%。

图表14 中公教育 2017 年营收达 40.31 亿



数据来源：公司公告、广证恒生

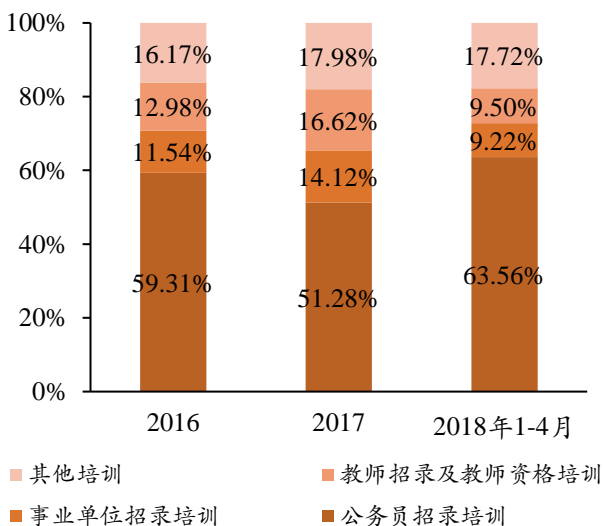
图表15 华图教育 2017 年营收达 22.41 亿



数据来源：招股说明书、广证恒生

面授占比保持 90% 以上，三大业务板块打造公考双巨头。按授课方式分类来看，中公教育面授培训近两年占营收比均在 93% 以上，华图教育面授培训近两年占营收比均在 96% 以上，面授培训依然是公考的主要授课方式。从具体业务板块来看，2017 年中公教育公务员招录培训实现营收 20.66 亿元，占总营收比为 51.28%，事业单位招录培训占比为 14.12%，教师招录及资格培训占比为 16.62%；2017 年华图教育公务员招录培训实现营收 12.33 亿元，占总营收比为 55.9%，事业单位招录培训占比为 14%，教师招录及资格培训占比为 13%。总体来看，公考是两巨头的营收主要来源之一，近三年占比均超过了 50%。

图表16 中公教育公考培训占比达 63.56%



数据来源：公司公告、广证恒生

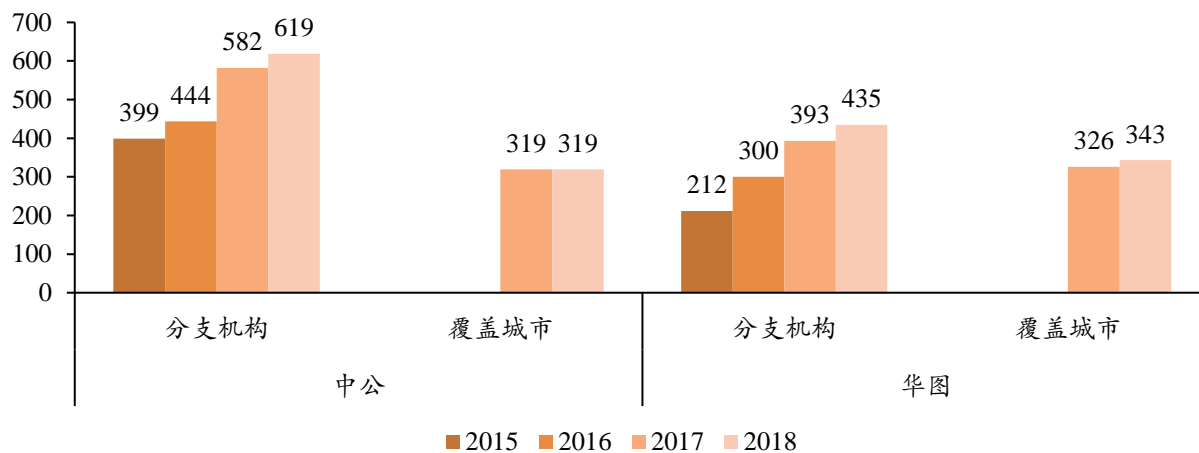
图表17 华图教育公考培训占比达 65.90%



数据来源：招股说明书、广证恒生

直营模式布局教学网络，网点迅速扩张。截至 2018 年 4 月 30 日，中公教育拥有覆盖全国 31 个省市自治区、319 个地级行政区的 619 个直营分支机构。截止 2018 年 6 月 30 日，华图教育拥有覆盖全国 31 个省市自治区、343 个地级行政区的 435 个直营分支机构。2015-2017 年中公教育直营分支机构数量由 399 家增至 582 家，年复合增速达 22.77%；同期华图教育直营分支机构数量由 212 家增至 393 家，年复合增速

达 36.15%

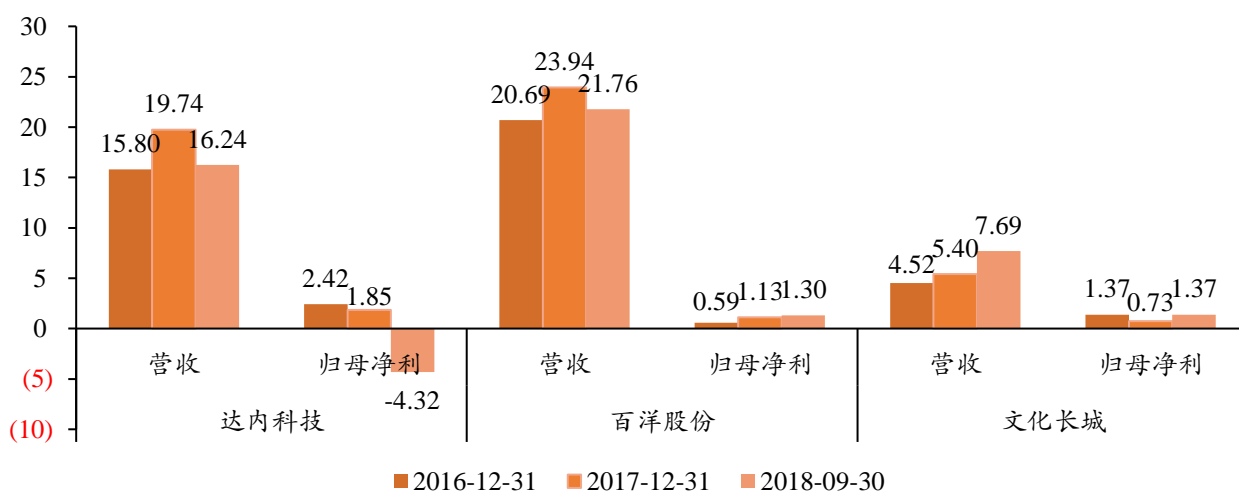
图表18 中公和华图直营分支机构迅速扩张


数据来源：公司公告、招股说明书、广证恒生

注：中公教育 2018 年数据截止 4 月底，华图教育 2018 年数据截止 6 月底

2.2.2 IT 培训：赛道竞争火热，业绩分化明显

达内切入少儿编程赛道业绩下滑明显，百洋股份、文化长城并表 IT 培训机构营收净利迅速增长。达内科技 2018 年前三季度实现营收 16.24 亿，同比增长 19.69%，主要系课程入学数量上升所致；对应归母净利 -4.32 亿，同比下跌 492.27%，主要系扩展课程设置和学习中心网络带来的营业成本、销售费用和管理费用的上升所致。百洋股份 2018 年前三季度实现营收 21.76 亿，同比增长 37.24%，对应归母净利 1.30 亿元，同比增长 158.90%，营收净利增长主要系并表火星时代所致。文化长城 2018 年前三季度实现营收 7.69 亿元，同比增长 107.31%，对应归母净利 1.37 亿元，同比大增 173.81%，营收净利大幅增长主要系 4 月份并表翡翠教育所致。

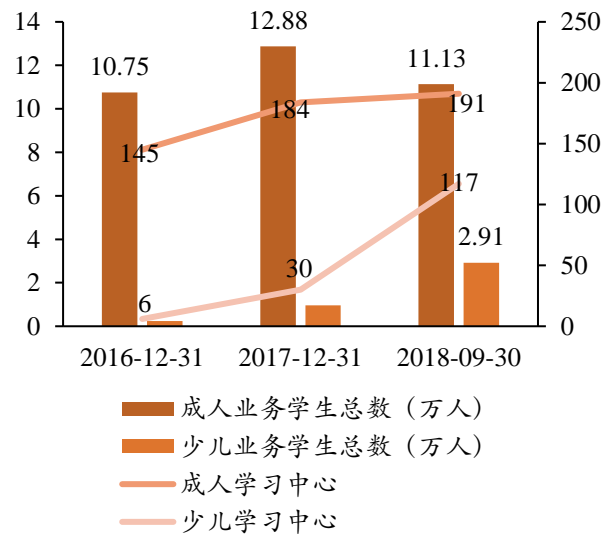
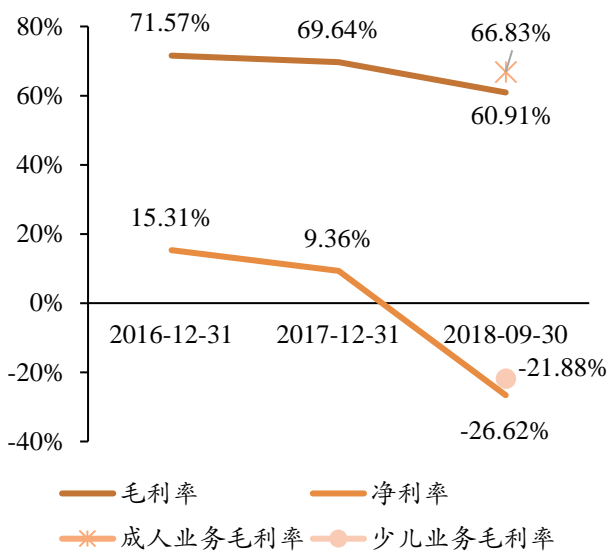
图表19 IT 培训板块营收净利一览


数据来源：IT 桔子、广证恒生

达内科技少儿业务迅速扩张，亏损放大影响整体业绩。公司整体毛利率为 60.91%，相比 2017 年下滑 8.73pct，主要系毛利率为负的少儿业务比重增加所致。净利率为 -26.62%，主要系毛利率下滑、销售费用率和管理费用率上升所致。具体到业务板块，成人业务毛利率为 66.83%，而少儿业务毛利率仅为 -26.62%，主要系前三季度新增的 91 个少儿中心尚未成熟导致营业亏损。2017 年前三季度，公司少儿业务实现营收 1.08 亿元，占总营收比重为 6.67%。公司加快少儿编程板块的布局，截至 2018 年第三季度末，公司共开设学习中心 308 个，同比增加 51.72%，其中少儿学习中心 117 个，同比大增 387.5%；少儿业务人数达 2.91 万人，同比大增 361.8%，占总报名人数比为 20.75%。

图表20 达内科技 2018 前三季度毛利率达 60.91%

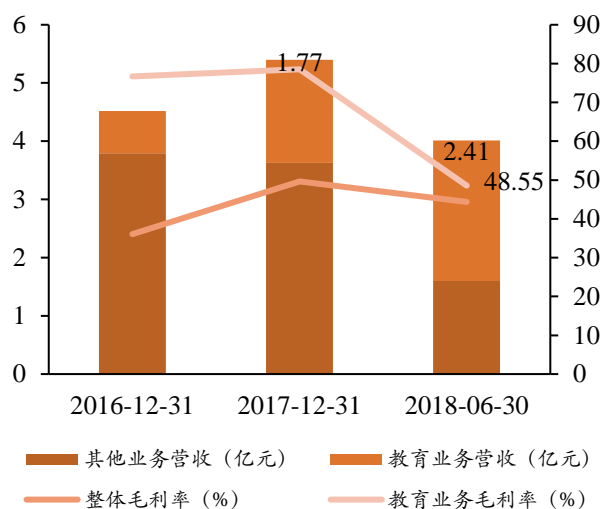
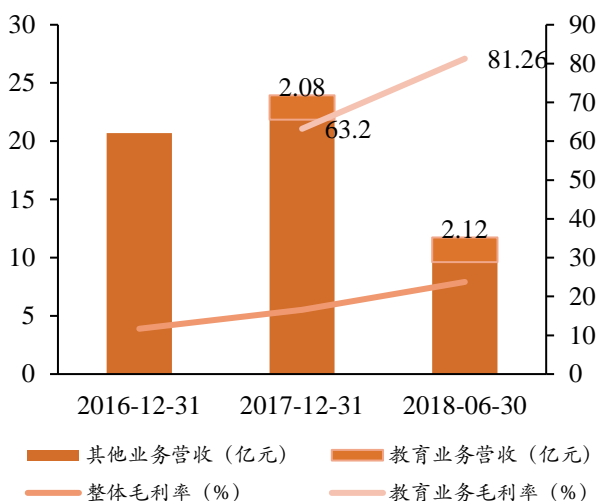
图表21 2018 前三季度少儿业务人数同比大增 361.8%



数据来源：公司财报、广证恒生

数据来源：公司财报、广证恒生

加快布局教育产业，百洋股份、文化长城教育板块占营收比不断提高。由于百洋股份和文化长城未在三季报中披露各业务具体情况，我们从半年报对其教育业务进行分析。百洋股份 2018H1 教育板块实现营收 2.12 亿元，占总营收比 18.07%，教育板块毛利率达 81.26%。随着教育板块比重的不断增大，2018H1 公司毛利率上升至 23.74% (+7.18pct)。文化长城 2018H1 教育板块实现营收 2.41 亿，占比达 60.10% (+38.58pct) 首次超过传统的陶瓷业务。2018H1 整体毛利率为 48.55% (+6.97pct)，主要系毛利率较高的教育板块业务营收占比提升所致。

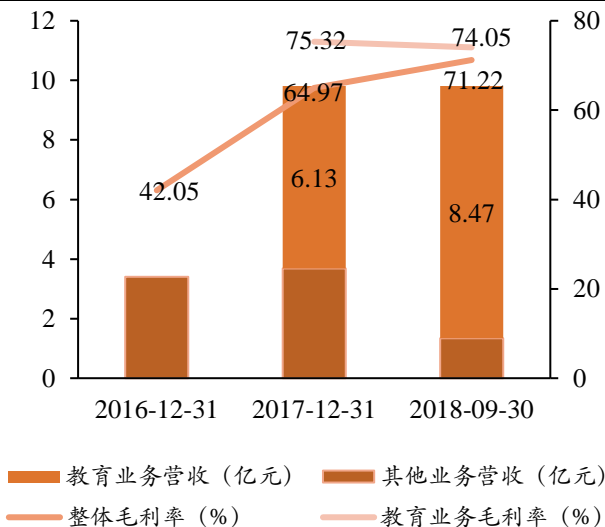
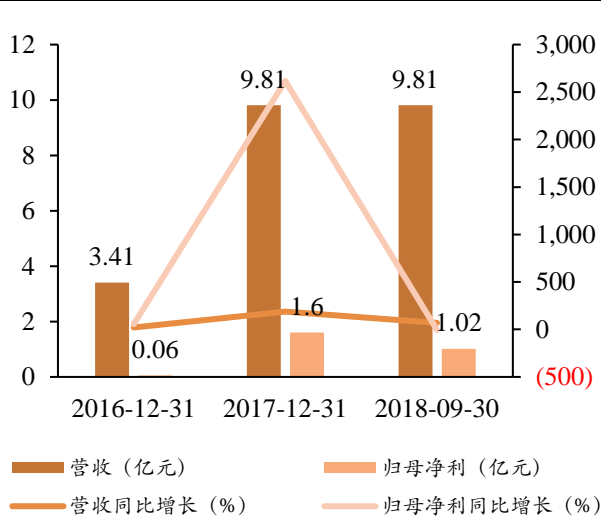
图表22 2018H1 百洋股份教育业务毛利率达 81.26%
图表23 2018H1 文化长城教育业务占比达 60.1%


数据来源：公司财报、广证恒生

数据来源：公司财报、广证恒生

2.2.2 财会培训：开元股份剥离制造业资产聚焦教育，正保远程进军司考寻求突破

职业培训收入大增助营收高增长。开元股份 2018 年前三季度实现营收 9.81 亿，同比上涨 67.78%；对应归母净利润 1.02 亿元，同比下滑 6.64%。营收增长主要系职业教育业务迅速扩张；归母净利润下滑主要系制造业业务营收同比下降、子公司股权处置、资产清理等影响净利润同比下降。从具体业务板块来看，公司 2018 前三季度教育板块营收 8.47 亿 (+109.51%)，占总营收比达 86.34% (+23.85pct)。2018 前三季度整体毛利率达 71.22%，连续三年不断提升，主要系毛利率较高的职业培训业务比不断上升。2018 年 6 月，公司决定整合开元股份现有制造业业务，剥离效益不良的业务与子公司；增加对教育业务投入、扩大教育业务规模、提升教育业务档次，打造“财会+IT+泛 IT（设计）”综合职教培训集团。

图表24 开元股份 2018 年前三季度实现营收 9.81 亿
图表25 前三季度开元股份教育业务占比达 86.34%


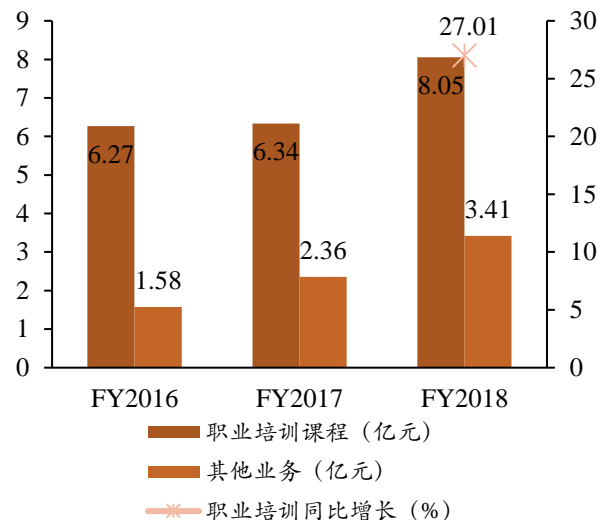
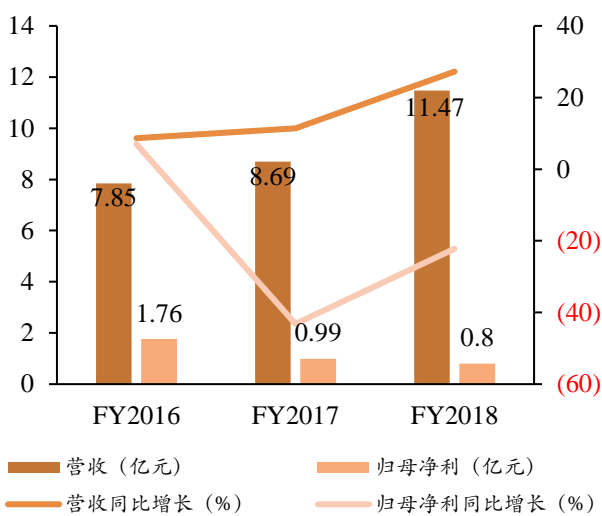
数据来源：公司财报、广证恒生

数据来源：公司财报、广证恒生

净利下滑，正保远程进军司考寻求新机遇。正保远程 FY2018 实现营收 11.47 亿元，同比增长 27.24%，对应归母净利润 0.8 亿元，同比下滑 22.16%，主要系工资和相关费用的增长导致运营利润率的显著下降所致。2018 年职业培训板块实现营收 8.05 亿元，同比增长 27.01%，占营收比重达 70.22%。2018 年 7 月，公司进一步收购瑞达法考 11% 股权，交易结束后公司持有瑞达法考 51% 的总股权。瑞达法考成立于 2016 年 3 月，是一家全国性的国家法律职业资格考试教育培训机构，提供司考相关服务和产品，其中包括备考书籍和复习资料，其在北京、上海、广州、南京、杭州和深圳 6 地开设直属面授分校，同时拥有 100+ 家加盟分校，并通过在线平台和全国教育伙伴合作。

图表26 正保远程 FY2018 实现营收 11.47 亿

图表27 FY2019 正保远程培训业务同比增长 27.01%



数据来源：公司财报、广证恒生

数据来源：公司财报、广证恒生

3. 行业趋势：线上线下的融合加速，赛道延伸与拓宽并进

在此前 2017 年外发的报告《职教系列报告之一：万亿市场三分赛道，长期聚焦“双师+跨学科”》中，我们针对非学历职业培训行业提出了三条预判：(1) 线上线下融合加速，“双师”模式将在非 IT 培训赛道中普及；(2) 优质的企业沿着产业链延伸构建“招生+培训+就业+就业后”完整商业闭环渐成趋势；(3) 单一职教细分赛道市场空间有限，天花板效应明显，扩赛道发展已成龙头共识。

经过一年多的持续跟踪，行业整体发展基本符合我们的预期：(1) 产业链的前后端延伸及跨赛道发展成为众多职教培训企业 2018 年的重要布局；(2) 线上和线下融合进一步加速，同时两者也在逐渐构建自身的壁垒。部分标准化程度较高的应试类课程线上化程度不断提高，用户习惯迁移较为明显，而产品形态较为复杂的协议班等高端课程成为线下机构的护城河；而整体双师模式的发展在职教赛道比我们预期的相对较慢，背后原因包括了各个赛道课程的差异性、辅导老师的管理、学生学习行为的管理等，整个产品还需要继续优化打磨。

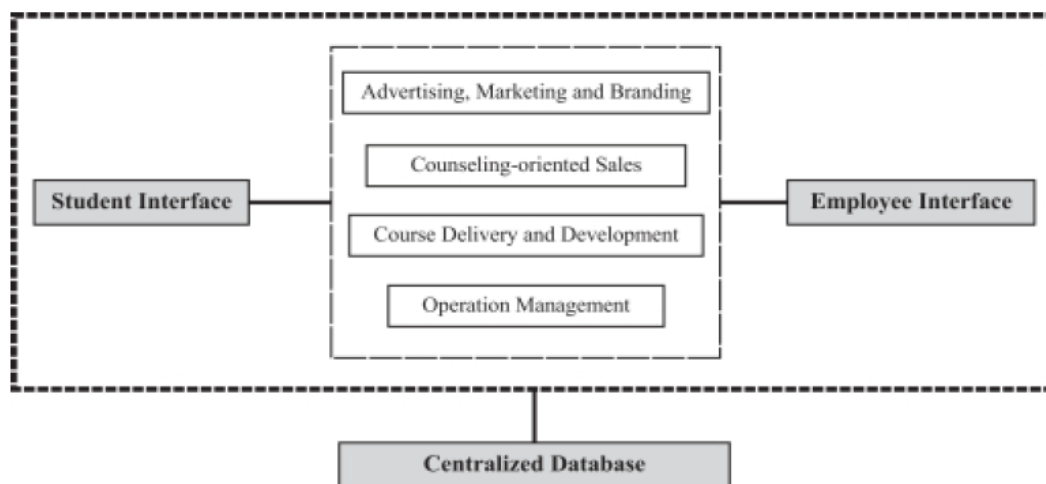
3.1 线上化趋势逐步推进，线下主打差异化高端课程

(1) 用户与企业一致诉求促使标准化课程加速线上转型。

付费与使用的一致性、用户学习的自我驱动力强、契合职业人群碎片化学习时间三大因素促使职业教育领域成为在线化程度最高的细分市场，同时在线模式也是企业实现师资产能最大化的途径之一。

从用户层面来看，与 K12 在线教育的不同，付费与使用的一致性、用户学习的自我驱动力强、契合职业人群碎片化学习时间三大因素使在线学习成为最好的模式；从企业层面来看，在线模式有利于扩大师资的产能，使名师效应最大化，整体毛利率抬升。而从产品层面来看，线上产品易于储存使用者各类行为数据，辅之 AI 等技术投入使用，使得线上产品能更好地实现“千人千面”的个性化服务。例如，2016 年尚德推出在线平台 Genesis，从招生、社区运营、内容开发、教学，到学生和员工行为、需求、偏好、反馈等都能在 Genesis 这个在线和移动平台上创建和完成。公司利用基础平台支撑教学内容标准化体系建设，持续加大投入开发新的教育内容产品，利用知识点分拆来推进教学标准化。截至 2018 年第二季度末，尚德已研发了约 27.5 万个知识点用来完善内容，更好的教学内容最终也为学生带来了更高的考试通过率。

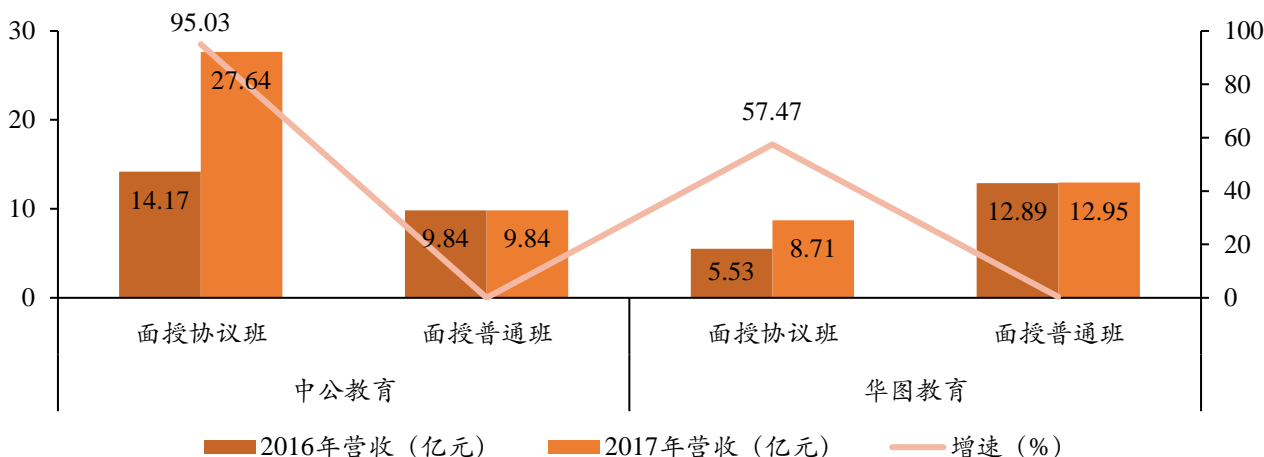
图表28 尚德构建 IT 基础架构平台——Genesis，将学生及员工行为全部数据化



资料来源：公司公告、广证恒生

(2) 线下主打差异化高端课程。

线下则专注更为复杂的产品领域，例如面试面授班、协议班等相关高端课程，构建自身模式壁垒。近年来，公考培训双巨头面授协议班营收迅速增长，是整体营收上涨的核心驱动力。2017 年中公教育面授协议班实现营收 27.64 亿元，同比大增 95.03%，贡献了面授培训营收的 73.75% (+14.73pct)。华图教育面授协议班实现营收 8.71 亿元，同比增加 57.47%，贡献了面授培训营收的 40.21% (+10.19pct)。相对而言，两个公司面授普通班营收增速均不超过 1%。

图表29 2017年中公、华图面授协议班营收同比增速分别为95.03%和57.47%


资料来源：公司财报、招股说明书、广证恒生

差异化、高端化打造高品质服务。以中公为例，协议班为学员提供更为灵活的选课、授课方式以及更为丰富的课后增值服务，并根据学员未通过不同阶段考试的情况退还一定比例的费用。针对协议班课程，中公教育还配备专门的教师课后答疑，同时开设在线答疑平台，并提供课程录播服务；客服部门单独为协议班学员提供定制化服务，督导学员按时完成学习任务，及时了解学员的成绩变化，对学习成绩下滑或成绩波动较大的学员进行重点关注，分析其成绩下滑或变动原因，采取各类必要手段解决学员问题。在竞争日趋激烈的环境下，协议班授课质量更有保障，受到学员的青睐，同时也在一定程度上拉升了公司整体客单价。

3.2 产业链前后端延伸，构建“招生+培训+就业+就业后”闭环

职业培训机构通过校企合作项目，例如设立实训基地、专业共建、二级学院共建、院校共建等，向前端进行生源布局。一方面，可以加强与学校之间的合作关系，既能通过学校渠道进行招生宣传，也可以通过共同设立课程产生收入来源。另一方面，通过将课程设置的生源区间前移，为后端的课程形成导流，把传统的一次性就业培训、考试培训转化为一系列的职业能力增强培训，形成客户黏性，提高整体的续费率。

职业培训机构通过与用人单位展开深度合作，向产业链后端延伸形成就业卡位。一方面，不仅能为培训对象提供实习和就业机会，又能用人单位获取培训效果反馈，从而进一步完善培训模式。另一方面，通过订单式的人才培养保证较高的就业率，形成较好的业内口碑及品牌效应，间接降低职教企业的获客成本。例如达内科技、火星时代、传智播客等IT、泛IT类培训机构与下游的互联网公司达成协议，进行订单式人才培养，定向输送完成相应培训课程的学员，直接保障了自身较高的就业率。

就业后继续培训蓝海市场待开拓。目前职业教育还是停留在求职阶段的增强就业能力上，而就业后继续教育的市场处于较为空白的阶段。就业后的包括技术技能更新、管理技能提升等需求真实存在，随着终身教育理念的提升，就业后培训市场将成为未来重要蓝海市场。

以CG影视动画龙头火星时代为例，公司拥有的“学校+企业+学生”运营模式覆盖了整个培训服务链。

(1) **学校端：**一方面，公司与学校进行招生合作，通过校招渠道宣讲招生；另一方面，与学校共建专业，

为学校开设课程，同时设立校外实训基地完成课程实践部分。(2) **企业端**：通过与企业进行深入沟通探讨，针对企业的不同需求研发相关培训课程，同时与企业建立联系，达成合作协议，既为企业培养所需人才，又拓展了学生的就业渠道。(3) **学员端**：学生可通过培训课程获得企业工作实际所需技能，同时借助火星时代庞大的雇主网络，实现精准、快捷的成功就业。

图表30 2018年职教培训领域产业链前后端布局情况

公司	培训领域	战略布局
火星时代	数字艺术设计	与厦门工学院艺术学院艺术设计系达成“产学研”战略合作，设立校外实训基地，具体合作内容包括：专业共建；课题项目共同申报、合作；大学生实习及就业指导；大二、大三年段进公司进行项目实训、未来教师定制培养、教材共同研发等。
	数字艺术设计	与广西信息职业技术学院联合开办数字艺术学院，拟开设专业为数字媒体艺术设计、室内艺术设计、游戏设计、影视多媒体技术、影视动画等。
	影视后期	以3.4亿元收购楷魔视觉80%股权，其是一家从事前期创作、现场指导和后期特效制作及技术研究的电影特效公司。将与楷魔视觉在人才、培训内容、品牌宣传等领域实现合作嫁接，形成协同效应，同时实现就业导流。
达内科技	IT、AI	与教育部学校规划建设发展中心联合百度、微软、亚马逊等人工智能企业发起“AI+智慧学习”共建人工智能学院项目，具体合作内容包括人工智能课程体系的建立，人工智能领域的师资培养，新形态教材的研发，应用创新中心的建设，数字化实验项目及教学资源库的建设等方面。
		与微软合作推进人工学院项目，其中首批确定28所学校为“AI+智慧学习”共建人工智能学院项目试点学校，并启动了“AI+智慧学习”共建人工智能学院项目第二批试点院校申报工作。
邢帅教育	设计、影视后期	与优职教育达成战略合作，联合省内职业院校，共建广东地区职业校企合作项目，投入信息化教学平台、教研师资、课程共享等资源，通过“在线教育+线下教育”融合教学模式协同育人。

数据来源：广证恒生

3.3 头部企业跨赛道发展，内生外延并进

单一的细分赛道市场空间有限，天花板效应明显，且内生增长相对缓慢。内容驱动型的职业培训机构普遍进行横向资源整合，跨赛道发展，拓展自身市场份额。一方面，单一的职业考试市场总量有限，天花板效应明显，为突破天花板效应，增加营业收入和降低营销成本，内容驱动型的职业培训机构进行横向资源整合，拓展自身市场份额。由于客户群体一致，企业增加培训内容所产生的收入增加，但人均广告、招生等费用却相应减少，协同效应显著，如中公教育、正保远程、文都教育、恒企教育等企业积极整合资源，布局横向打通职业培训业务。另一方面，各细分领域龙头多方位发力，聚焦与自身主营业务产生协同领域，将产业延伸到其他细分领域，如达内科技、正保远程、文都教育、易第优等在围绕职业教育培训主营业务的同时，将触角延伸到K12、语言培训、国际教育、教学内容出版等其他领域，企图打造闭环教育生态圈。

看好头部企业通过“内部孵化+外延并购”实现跨赛道发展。按照跨赛道的方式划分，主要分为内部

孵化和外延并购两种方式。企业内部孵化新赛道时跨度不能过大，与原生领域差距较大的则更适宜通过外部并购推进。一方面，头部企业在相近领域跨赛道发展时容易通过其品牌效应实现迅速扩张；而在差距较大的领域，由于品牌难以塑造且赛道跨度相比 K12 更大，通过外延并购可以更好更快地切入到新的赛道中。相对而言，体量较小、实力较弱的企业则很难通过内生孵化或外延并购实现跨赛道发展，其既没有强大的品牌效应，也缺乏相应的经济实力。按照跨赛道的内容划分，我们可以将各个龙头企业的跨赛道发展行为概括为考试类培训赛道的横跨、考试类培训赛道向技能类赛道的延伸、技能类培训赛道的横跨，难度依次增大。

图表31 2018 年职教培训领域跨赛道布局情况

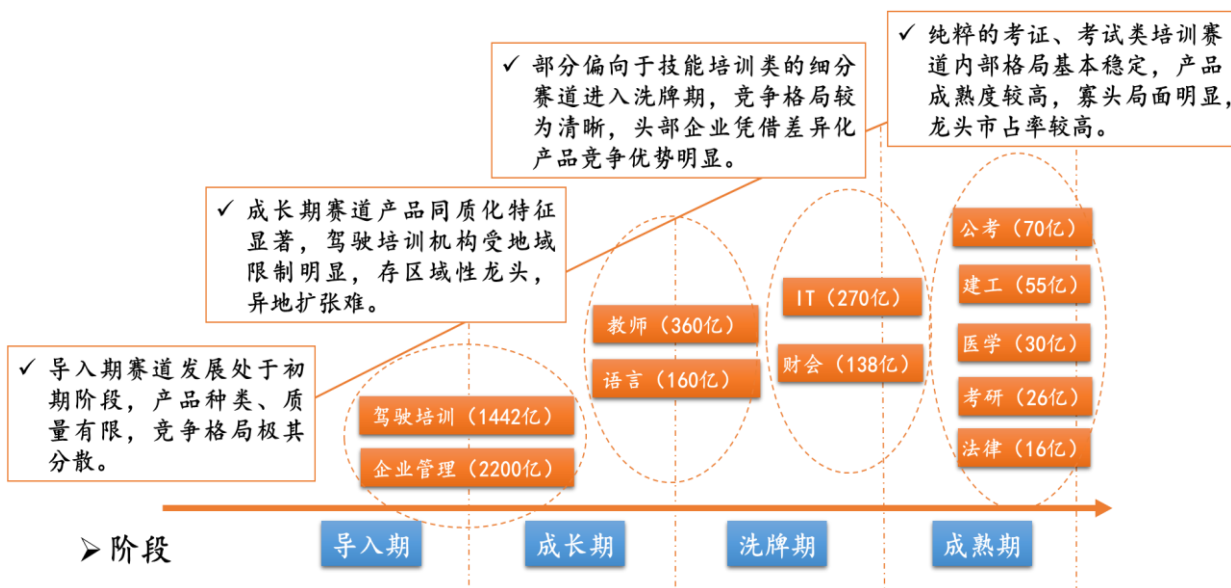
公司	领域	战略布局
中公教育	医疗卫生、IT、财会	利用其品牌效应推出医疗卫生类资格及招录培训、金融类资格证书培训、财会职称培训、IT 培训等服务，积极覆盖更多的细分赛道。
正保远程	法律	收购瑞达法考 11% 股权后拥有其 51% 股权，实现对其控股，布局法律教育领域。瑞达法考成立于 2016 年 3 月，是一家全国性的国家法律职业资格考试教育培训机构，提供司考相关服务和产品
	IT 培训	对积云教育投资数千万元，布局 IT 培训领域。积云教育成立于 2016 年 3 月，目前在北京拥有两所校区，包含新媒体视觉设计、全栈开发、大数据开发、物联网开发、PHP 开发等专业方向。
达内科技	人力资源	推出人力资源经理人课程，将课程体系向非 IT 职业教育培训市场拓展。达内引入了人力资源部招聘实战演练项目，让学员能够在课程培训中实现理论和实操双提升。
恒企教育	财会培训	随着实操课程市场需求提高，公司 2018 年上半年丰富“猎才计划”，优化升级“卓越计划”，由考证培训向“培训+实操”发展。

数据来源：广证恒生

4. 投资逻辑：结合行业趋势及各赛道差异性，精选优质标的

各细分赛道内部业态各异。由于各细分赛道针对的培训内容不同，对应的后续考试、考证、就业等领域也各有不同，导致的是各个细分赛道的市场规模、竞争格局、企业商业模式、产品种类数量及成熟度上有明显的差异。综合考虑各个因素后，我们将主要的细分赛道，包括公考、建工、医学、考研、法律、IT、财会、教师、语言、驾驶培训、企业管理等，分为成熟期赛道、洗牌期赛道、成长期赛道、导入期赛道。

图表32 细分赛道业态各异



资料来源：广证恒生

我们依旧重点看好处于洗牌期的赛道如 IT 培训、财会培训。(1) 对于 IT 培训赛道而言，由于下游技术变迁速度较快，导致对应上游提供人才培养服务的企业亦需要积极调整自身课程体系，我们看好课程研发实力较强，卡位下游人才需求火热的赛道的创智播客、火星时代（百洋股份），同时保持对达内扩充至少少儿编程领域的进程的的关注，预计未来 1-2 年内将是其少儿业务毛利率转正的拐点。(2) 对于财会赛道而言，我们认为其在会计从业资格取消的背景下，初级职称将成为入口级课程，高端课程刚需不变，同时对于实操培训的需求将明显上升，我们看好能较好卡位新入口课程及实操培训的机构，推荐关注高顿教育、恒企教育、会计学堂等。

关注成熟期赛道（公考、考研等纯考证类赛道），我们认为赛道竞争格局稳定，寡头特征明显。建议重点关注其龙头企业跨赛道发展、产业链前后延伸的实力，推荐关注中公教育、华图教育、文都教育；

保持对商业模式创新、资源禀赋较高的优秀企业的关注，推荐关注尚德机构、新东方在线、沪江教育科技、粉笔公考、考虫等。

图表33 重点关注标的一览

市场	公司名称	最新年报	营业收入 (亿元)	营收同比增长率	归母净利润 (亿元)	归母净利润同比增长率
美股	达内科技	2017	19.74	24.96%	1.85	-23.59%
	尚德机构	2017	9.70	131.59%	-9.19	-
港股	华图教育	2017	22.41	18.33%	3.48	1.06%
	沪江教育科技	2017	5.55	63.41%	-5.37	-
	新东方在线	2018	6.50	45.67%	0.91	-2.75%



A 股	百洋股份	2017	20.69	10.99%	0.59	3.81%
	开元股份	2017	3.41	20.69%	0.06	55.31%
	中公教育	2017	40.31	56.00%	5.25	60.70%
一级市场	文都教育、传智播客、高顿教育、粉笔公考、考虫、会计学堂					

数据来源：Wind、广证恒生

5. 风险提示

(1) **政策推进不达预期。**非学历职业培训定位清晰，符合国家推行终身职业技能培训制度的大方向，政策导向依旧指向鼓励“产教融合、校企合作”，长期享受政策红利。但从实际落地的情况上来看，类似校企合作的整体推进往往不达预期，这主要与企业、学校两者运作机制、诉求的差异性相关。虽然职教培训领域长期享受政策支持，具体的推进落地效果还需要我们长期跟踪。

(2) **跨赛道发展不及预期。**由于职教培训各个细分赛道天花板较低，因此跨赛道发展成为了各个企业发展至一定阶段后寻求进一步突破的普遍选择。但是，跨赛道发展对于企业的品牌效应和整体实力要求较高，发展可能不及预期。一方面，职教培训领域各赛道跨度较大，难以通过内部孵化实现较大幅度横跨，且品牌溢价能力较难横移；另一方面通过外延并购实现跨赛道发展需要较高的资金要求。

数据支持：郭颖聪



新三板团队介绍：

在财富管理和创新创业的两大时代背景下，广证恒生新三板构建“研究极客+BANKER”双重属性的投研团队，以研究力为基础，为企业量身打造资本运营计划，对接资本市场，提供跨行业、跨地域、上下游延伸等一系列的金融全产业链研究服务，发挥桥梁和杠杆作用，为中小微、成长企业及金融机构提供闭环式持续金融服务。

团队成员：

袁季（广证恒生总经理兼首席研究官）：长期从事证券研究，曾获“世界金融实验室年度大奖—最具声望的100位证券分析师”称号、2015及2016年度广州市高层次金融人才、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖，携研究团队获得2013年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。2014年组建业内首个新三板研究团队，创建知名研究品牌“新三板研究极客”。

赵巧敏（新三板研究总监、副首席分析师）：英国南安普顿大学国际金融市场硕士，8年证券研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景，曾获08及09年证券业协会课题二等奖。具有多年A股及新三板研究经验，熟悉一二级市场运作，专注机器人、无人机等领域研究，担任广州市开发区服务机器人政策咨询顾问。

温朝会（新三板副团队长）：南京大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，七年运营商工作经验，四年市场分析经验，擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

黄莞（新三板副团队长）：英国杜伦大学金融硕士，具有跨行业及海外研究复合背景，负责教育领域研究，擅长数据挖掘和案例分析。

司伟（新三板高端装备行业负责人）：中国人民大学管理学硕士，理工与经管复合专业背景，多年公募基金从业经验，在新三板和A股制造业研究上有丰富积累，对企业经营管理有深刻理解。

魏也娜（新三板TMT行业高级研究员）：金融硕士，中山大学遥感与地理信息系统学士，3年软件行业从业经验，擅长云计算、信息安全等领域的研究。

刘锐（新三板医药行业高级研究员）：中国科学技术大学有机化学硕士，具有丰富的国内医疗器械龙头企业产品开发与管理经验，对医疗器械行业的现状与发展方向有深刻的认识，重点关注新三板医疗器械、医药的流通及服务行业。

胡家嘉（新三板医药行业研究员）：香港中文大学生物医学工程硕士，华中科技大学生物信息技术学士，拥有海外知名实业工作经历，对产业发展有独到理解。重点研究中药、生物药、化药等细分领域。

田鹏（新三板教育行业研究员）：新加坡国立大学应用经济学硕士，曾于国家级重点经济期刊发表多篇论文，具备海外投资机构及国内券商新财富团队丰富研究经历，目前重点关注教育领域。

于栋（新三板高端装备行业高级研究员）：华南理工大学物理学硕士，厦门大学材料学学士，具有丰富的二三级研究经验，重点关注电力设备及新能源、新材料方向。

史玲林（新三板大消费&教育行业研究员）：暨南大学资产评估硕士、经济学学士，重点关注素质教育、早教、母婴、玩具等消费领域。

李嘉文（新三板主题策略研究员）：暨南大学金融学硕士，具有金融学与软件工程复合背景，目前重点关注新三板投资策略，企业资本规划两大方向。

联系我们：

邮箱：huangguan@gzgzhs.com.cn

电话：020-88832319



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。