



2019 年教育政策推演：洞悉政策风向，拥抱确定性赛道

2019.3.1

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

摘要:

教育行业涉及国计民生，理解并研判政策的走向至关重要。此次我们全面梳理了近年教育行业核心领域的政策，同时基于监管层对于重点教育领域的定位及态度出发，为大家分享我们对于后续政策走向的研判和投资逻辑。

● 各细分领域政策梳理

(1) **早教：政策监管体系处于完善过程中。**当前国家政策多停留在鼓励与促进的层面，未就监管规范等进行细化安排，亟待建立完整的政策监管体系。一些较为规范的早教龙头企业其实还是会长期受益于行业集中度提升的趋势，核心点在于其自身关于坪效、人效较低等商业模式固有问题的优化。

(2) **幼教：严格遏制资本过度逐利，划清资产证券化红线。**《幼教新规》出台后幼教资产证券化受限，同时已证券化的存量幼教资产的具体影响尚未确定，需等待监管层全面排查后提出治理要求；短期可关注幼教内容、师资供需缺口的机会。

(3) **民办学校：定位为公立教育的补充，分类管理加强。**送审稿支持民办教育发展宗旨未变，旨在分类管理。整体来看，民办高教整体确定性较高，并购核心逻辑未变，后续板块估值有望逐步修复。

(4) **K12 课外培训：专项整治基本完成，步入常态化监管阶段。**行业经历了专项整治，迈入办学规范化、监管常态化新周期，龙头将受益于行业集中度将持续提升。同时在线教育也已经纳入监管体系，后续将全面向规范化方向发展。

(5) **职业教育：鼓励发展，长期享受政策红利。**职业教育定位清晰，政策导向依旧指向鼓励“产教融合、校企合作”，重点在于“提升服务能力”，是教育细分领域中政策环境最为宽松的赛道之一。

(6) **教育信息化：迈入 2.0 时代，构建全新智慧教育生态。**向“三全两高一”的目标发展，软件建设和信息化素养成为 2.0 的重点，看好具有优质内容和渠道的综合服务运营商突围而出。

● 投资逻辑：拥抱政策环境较为宽松、确定性较强的细分赛道

从 2018 年几次关键性政策的出台来看，本质上符合监管层对于各个教育细分领域的定位，而市场往往预期不足。我们认为，对于后续政策风向研判尤其需要重视监管层对于教育行业的重点细分领域的态度。(1) 整体民办教育领域：定位为“公立教育的有效补充”，不可越俎代庖；(2) 学前教育领域核心为“普惠+公益”，全面落实普惠性幼儿园的建设目标；(3) 课外培训领域核心在于“规范”，学科培训与素质培训分类管理；(4) 民办学校领域核心在于“分类管理”，整体鼓励，同时给予非营利性学校更多政策优惠，同时禁止义务教育阶段的营利性。

从政策的角度出发，我们认为在当前时点可积极关注 (1) 政策环境较为宽松、鼓励的赛道。例如素质教育、职业培训、教育信息化等。(2) 关注政策升级的大背景下，影响较为可控，不影响本身核心投资逻辑的赛道。例如民办高教、K12 课外培训、在线教育等。

● 风险提示：政策推进不达预期、政策变动风险

相关报告

- 1、幼教新规：明确政策红线，幼教资产证券化受阻-20181116
- 2、后修法时代，我们怎么看民办学校板块？-20181004
- 3、国务院办公厅发文进一步规范校外培训机构，短期建议高度关注政策风险-20180822
- 4、《民促法细则（送审稿）》变化解读，不确定加强导致教育板块集体重挫-20180813
- 5、9 大维度全方位梳理教育部最新《民促法实施条例修正案》征求意见稿-20180424
- 6、14 省市 6 大维度横向对比，全方位解读民促法最新落地进展-20180227



目录

1. 各细分领域政策梳理.....	4
1.1 早教：处于行业发展早期，政策监管体系处于完善过程中.....	4
1.2 幼教：严格遏制资本过度逐利，划清资产证券化红线.....	5
1.3 民办学校：定位为公立教育的补充，分类管理加强.....	7
1.4 K12 课外培训：专项整治基本完成，步入常态化监管阶段.....	10
1.5 职业教育：鼓励发展，长期享受政策红利.....	11
1.6 教育信息化：迈入 2.0 时代，构建全新智慧教育生态.....	13
2. 投资逻辑：拥抱政策环境较为宽松、确定性较强的细分赛道.....	14
3. 风险提示.....	15



图表目录

图表 1 早教相关国家政策梳理	4
图表 2 早教相关地方政策梳理	4
图表 3 《意见》明确幼教资产证券化红线	6
图表 4 截至目前已有 27 个省份出台了民促法配套政策.....	7
图表 5 条例核心采用差异化的扶持政策指导思想.....	7
图表 6 《送审稿》部分核心条例	8
图表 7 政策对于民办高教的后续影响较为可控.....	9
图表 8 2018 年来课外培训行业规范举措频繁，监管更加细化.....	10
图表 9 政策要求更加具体严格，短期内校外培训行业面临经营成本上升.....	11
图表 10 2018 年以来职业教育领域政策频出	12
图表 11 教育信息化发展迈入 2.0 时代.....	13
图表 12 拥抱政策环境较为宽松、确定性较强的细分赛道.....	15

1. 各细分领域政策梳理

1.1 早教：处于行业发展早期，政策监管体系处于完善过程中

早教托育领域处于行业发展早期，政策监管体系处于完善过程中。2010年5月，国务院发布《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020）》，要求重视0至3岁婴幼儿教育；2012年4月，教育部发布《教育部办公厅关于开展0-3岁婴幼儿早期教育试点工作有关事项的通知》，决定选择部分地（市）开展0-3岁婴幼儿早期教育试点，就管理体制、管理制度、服务模式和服务内容等方面进行探索。当前国家政策多停留在鼓励与促进的层面，未就监管规范等细化层面进行政策安排，缺乏上位法支撑，亟待建立完整的政策监管体系。

图表1 早教相关国家政策梳理

时间	发文主体	政策名称	主要内容
2010.5	国务院	《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020）》	重视0至3岁婴幼儿教育。
2011.7	国务院	《中国儿童发展纲要（2011—2020年）》	促进0-3岁儿童早期综合发展。积极开展0-3岁儿童科学育儿指导。积极发展公益性普惠性的儿童综合发展指导机构，以幼儿园和社区为依托，为0-3岁儿童及其家庭提供早期保育和教育指导。加快培养0-3岁儿童早期教育专业化人才。
2012.4	教育部	《教育部办公厅关于开展0-3岁婴幼儿早期教育试点工作有关事项的通知》	选择部分地（市）先行开展0-3岁婴幼儿早期教育试点。以发展公益性婴幼儿早期教育服务为目标，重点在早期教育管理体制、管理制度、服务模式和服务内容等方面进行试点探索，总结经验。

资料来源：国务院、教育部、广证恒生

上海、四川、湖北等地率先推出早教托育领域的具体政策，规范早教托育的发展，加大监管力度。2018年4月，上海市率先发布《关于促进和加强本市3岁以下幼儿托育服务工作的指导意见》，就构建托育服务体系提出要求和规范，从托育机构设置标准、监管单位、管理体制和保障措施等各方面提出了具体细致的安排。我们认为，该文件规范了早教托育市场，明确监管机构，支持托育行业发展（对非营利支持力度较大），且明确该领域由教育部门牵头规范管理，政策监管趋严。同时，上海市还发布了相应的《管理暂行办法》和《设置标准》，对托育机构设置、运营、管理以及监督制定一系列办法细化政策安排。

图表2 早教相关地方政策梳理

时间	发文主体	政策名称	主要内容
2018.4	上海市人民政府	《关于促进和加强本市3岁以下幼儿托育服务工作的指导意见》	推进托幼一体化发展，鼓励多方参与；制定统一机构设置标准；将托育机构分成非营利性、营利性以及企事业单位、园区和商务楼宇托育点，分别有不同的设立标准和监管要求；坚持分级管理、部门联动以及综合管理，由教育部门牵头研制托育机构设置标准和管理办法，会同各相关职能部门进行监督管理。

2018.4	上海市人民政府办公厅	《上海市3岁以下幼儿托育机构管理暂行办法》	明确对上海市3岁以下托育机构的设立、运营、管理以及监督制定一系列办法。 营利性托育机构需在工商部门登记办理，非营利性在民政部门登记办理。 要求建筑面积不少于360平方米。 营利性的托育机构，仅可专营托育服务。
2018.4	上海市教育委员会等16部门	《上海市3岁以下幼儿托育机构设置标准（试行）》	1.该文件绝大部分内容与《暂行方法》相同。 2.规定了具体的保育机构总规模与单班规模的要求。 3.提出活动以游戏为主。
2018.12	四川省卫生健康委员会	《关于加快推进3岁以下婴幼儿托育服务发展的意见》	1.政府主导，提供婴幼儿保育和科学育儿服务 2.鼓励多方参与 3.规范托育机构建设及发展标准 4.加强婴幼儿家庭养育指导服务
2019.1	湖北省育婴行业协会等组织	《婴幼儿日间照料托育机构服务规范》	草案对托育机构的开办主体、责任部门、运营规范等提出相关要求。

资料来源：相关部门官网、广证恒生

具体拆分来看，早教分为类全日制托育和非全日制商业早教机构，政策监管也有所不同。(1) 类全日制的托育：业态和幼教类似，且更低龄，安全问题等相关问题需要格外重视；从日韩等发达国家经验来看，低龄段托育的供给主体为国家，且纳入基础公共服务领域。因此，需要注意幼教领域政策全面加强后的风险向低龄段延伸。(2) 非全日制的商业类早教机构：业态与校外培训类似，核心在于“规范”，需关注后续可能出台的相关整顿规范意见带来行业的一次性成本上升，而全面禁止证券化的可能性极低。我们认为，一些较为规范的早教龙头企业其实还是会长期受益于行业集中度提升的趋势，核心点在于其自身关于坪效、人效较低等商业模式固有问题的优化。

在上海市托育政策及相关实施策略逐步落地实施后，从后续四川、湖北等地区官方发布的托育政策来看，未来各省市托育政策落地方向与上海市大致一致，早教托育行业有望进入规范化快速发展阶段。整体来看，目前早教领域监管部门理论上为卫计委，尚未纳入教育部管辖范围，后续是否纳入教育部门监管体系将成为监管力度是否会升级的重要参考指标。

1.2 幼教：严格遏制资本过度逐利，划清资产证券化红线

严格遏制社会资本的过度逐利行为，明确幼教资产证券化红线。长期以来，学前教育发展不平衡不充分的问题十分突出，被认为是教育体系的短板。此外，学前教育普惠性资源不足，政策保障体系不完善，教师队伍建设滞后，监管体制机制不健全，保教质量有待提高，部分民办园过度逐利，使得“入园难”、“入园贵”成为学前教育存在的重要问题。针对上述问题，2018年11月15日，中共中央国务院发布《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》，着力构建以普惠性资源为主体的办园体系，坚决扭转高收费民办园占比偏高的局面。我们认为，本次《意见》由最高层—中共中央国务院直接制定发布，是近几年来幼教领域规格层级最高、目标及禁止性红线最为清晰明确、规范力度最大的政策，不仅从具体数字上进一步明确了普惠性幼儿园建设目标，同时首次设置了社会资本禁入普惠性幼教资产、幼教资产禁止证券化等政策红线。

图表3 《意见》明确幼教资产证券化红线

分类	具体要求
配套性幼儿园	配套幼儿园由当地政府统筹安排，办成公办园或委托办成普惠性民办园，不得办成营利性幼儿园。
国有、集体、非营利性幼儿园	社会资本不得通过兼并收购、受托经营、加盟连锁、利用可变利益实体、协议控制等方式控制国有资产或集体资产举办的幼儿园、非营利性幼儿园；已违规的，由教育部门会同有关部门进行清理整治，清理整治完成前不得进行增资扩股。
营利性幼儿园	参与并购、加盟、连锁经营的营利性幼儿园，应将与相关利益企业签订的协议报县级以上教育部门备案并向社会公布；实施加盟、连锁行为的营利性幼儿园原则上应取得省级示范园资质。
幼教资产证券化红线	民办园一律不准单独或作为一部分资产打包上市。上市公司不得通过股票市场融资投资营利性幼儿园，不得通过发行股份或支付现金等方式购买营利性幼儿园资产。

资料来源：国务院、广证恒生

配套园治理提上日程，2020 年底前完成全面整改。2019 年 1 月 22 日，国务院办公厅印发《关于开展城镇小区配套幼儿园治理工作的通知》，对小区配套幼儿园规划、建设、移交、办园等情况进行规范，以解决规划不到位、建设不到位、移交不到位和不普惠等问题。《通知》要求各地于 2019 年 4 月底前完成全面摸底排查，并根据具体情况规定整改时间，最晚于 2020 年底前完成全面整改，并加强后续监督评估。《通知》明确了教育部在对《学前新规》解读中提到的构建以普惠性资源为主体的办园体系的要求，我们预计配套性幼儿园后续监管力度将会加强。

治理阶段	具体要求
摸底排查	各地以县（市、区）为单位，对城镇小区配套幼儿园情况进行全面摸底排查，针对规划、配建、移交、使用不到位等情况，分别列出清单、建立台账。该项工作于 2019 年 4 月底前完成。
全面整改	1.对于已经建成、需要办理移交手续的，原则上于 2019 年 6 月底前完成； 2.对于需要回收、置换、购置的，原则上于 2019 年 9 月底前完成； 3.对于需要补建、改建、新建的，原则上于 2019 年 12 月底前完成相关建设规划，2020 年 12 月底前完成项目竣工验收。
监督评估	对各地自查、摸排、整改等环节加强督导、监督和评估，并针对关键环节适时进行抽查，对落实不力、整改不到位的地区进行通报。

资料来源：国务院、广证恒生

我们对幼教领域后续政策的研判如下：（1）幼教资产证券化受限，利空幼教板块。我国教育行业的投资机会与各个细分领域的证券化浪潮密切相关，此次政策的出台使得后续幼教资产证券化受限，整体利空教育板块。同时，上市公司体内目前已证券化的存量幼教资产的具体影响尚未确定，具体仍需等待监管层全面排查后分类提出治理要求；**（2）关注风险下的幼教内容、师资供需缺口的机会。**其一，采购专业内容、服务等需求仍存：幼教内容、信息化提供商不受政策影响，长期受益于整个幼教领域的消费升级，同时，连锁幼儿园集团也会向专业的内容、运营服务提供商转型；其二，幼师供应仍存较大缺口：短期内师资供应、师资培训的专业机构存在机会。

1.3 民办学校：定位为公立教育的补充，分类管理加强

2017年9月1日新版民促法正式施行后，上位法的确定促使各类政策顺沿该体系自上而下层层推进，政策顶层架构基本完善。相比之下，地方性的民促法实施条例结合了各省市各自的具体情况，具备更强的可操作性，因此对于跟踪整体民促法的推进情况尤为重要。截至目前已有27个省份正式出台民促法配套政策，推进速度符合我们的预期。

图表4 截至目前已有27个省份出台了民促法配套政策

时间	省份	时间	省份	时间	省份
2017/9/30	辽宁	2018/1/2	内蒙古	2018/6/7	重庆
2017/10/17	安徽	2018/1/14	陕西	2018/6/29	江西
2017/11/8	甘肃	2018/2/2	河南	2018/7/2	广西
2017/11/20	天津	2018/2/9	海南	2018/7/25	山西
2017/12/18	云南	2018/2/22	江苏	2018/8/3	贵州
2017/12/20	湖北	2018/2/27	青海	2018/8/17	吉林
2017/12/26	浙江	2018/4/24	广东	2018/9/17	四川
2017/12/27	上海	2018/5/21	宁夏	2018/11/23	北京
2017/12/31	河北	2018/5/30	山东	2019/1/22	湖南

资料来源：各省市人民政府及教育厅、广证恒生

各省市《实施意见》结合当地实际情况，条例核心采用差异化的扶持政策指导思想。差异化政策具体主要体现在税收、用地、学费定价、收益及补偿奖励、过渡期设置和融资六大方面。(1) 税收优惠：税收优惠方面主要涉及所得税、增值税、房产土地相关税费，并针对营利性和非营利性学校实行了明显的差别优惠政策，其中江苏省税收优惠覆盖面最广。(2) 用地政策：整体按照科教用地管理，实行差别化用地政策，吉林、湖南、广东、宁夏、山东、江西和贵州7个省份提及补缴土地出让金问题。(3) 学费定价：云南、湖北、内蒙古、江西和湖南5个省份全面放开民办学校收费定价，全面实行自主定价渐成趋势，短期仍需试点推进。(4) 收益及补偿奖励：湖北、浙江、上海、陕西、江苏、青海、广东、重庆、江西、四川和湖南11个省市明确退出补偿及奖励，整体机制有待进一步细化。(5) 过渡期设置：大部分省市统一设置5年过渡期，其中最短为湖北仅设置1-3年过渡期，最详细为上海针对不同类型机构分别设置2-4年的过渡期。(6) 学校融资：创新教育投融资机制，扩大办学资金来源。

图表5 条例核心采用差异化的扶持政策指导思想

整体政策方面	地方政策详细落地情况
税收优惠	<p>税收优惠方面主要涉及所得税、增值税、房产土地相关税费，并针对营利性和非营利性学校实行了明显的差别优惠政策。</p> <p>(1) 所得税优惠方面：全部省份基本规定对非营利性民办学校的非营利收入免征所得税，且提及企业或个人对民办学校捐赠办学的可享受相关所得税优惠政策</p> <p>(2) 房产土地相关税费方面：全部省份规定对企业办的各类学校、幼儿园自用的房产、土地，免征房产税、城镇土地使用税</p> <p>(3) 增值税方面：辽宁、河北、海南、江苏、宁夏、重庆、广西、贵州和吉林9个</p>

	省市出台相关增值税优惠政策
用地政策	吉林、湖南、广东、宁夏、山东、江西和贵州 7 个省份提出营利性学校原以行政划拨方式供地的，依法办理土地出让手续并补缴土地出让金，其中湖南省规定出让金可按办学之初的价格缴纳，仅湖北省提及营利性学校原来以划拨方式供地需要变更出让方式的，要对土地价值进行评估，补缴土地出让价款
学费定价	仅云南、湖北、内蒙古、江西和湖南在本次正式出台的实施意见中直接放开了全部民办学校的收费定价限制，营利性学校及非营利性学校统一实行自主定价。其余例如辽宁、浙江、河北、陕西、广东等也放开了部分学段的非营利性民办学校的自主定价权。
收益及补偿奖励	在办学收益方面，全部省份基本延续了民促法的基本规定：实施义务教育的学校，不得登记为营利性民办学校。非营利性民办学校举办者不取得办学收益，办学结余全部用于办学，终止时的剩余财产继续用于其他非营利性学校办学。营利性民办学校的举办者可以取得办学收益，学校的办学结余依照公司法等有关法律、法规的规定处理。退出的补偿及奖励方面，有湖北、浙江、上海、陕西、江苏、青海、广东、重庆、江西、四川和湖南 11 个省市提及相应的非营利性民办学校退出时的补偿及奖励机制。
过渡期设置	过渡期设置方面，除辽宁、甘肃、天津、青海、广东、贵州和北京 7 个省市未明确外，其余省份都针对 2016 年 11 月 7 日或 2017 年 9 月 1 日两个时间节点前所设立的民办学校设置了 1-6 年不等的过渡期，明确在过渡期内各民办学校必须完成相应的营利性或非营利属性登记。
学校融资	各省市设立了一系列创新教育投融资机制，多渠道吸引社会资金，扩大办学资金来源。具体来看包括：（1）探索多元主体合作办学，推广政府和社会资本合作（PPP）模式；（2）鼓励金融机构在风险可控前提下开发适合民办学校特点的金融产品，积极运用信贷、租赁、保险等多种金融手段支持民办学校发展，探索办理民办学校未来收入、应收账款、知识产权质押贷款业务；（3）鼓励社会力量对非营利性民办学校给予捐赠

资料来源：各省市教育厅、广证恒生

2018 年 8 月 10 日，司法部发布了《民促法实施条例（送审稿）》。在此之前持续出台的民促法相关政策核心导向均在于对民办学校进行分类管理，对非营利性学校进行政策倾斜。而最新出台的《送审稿》在继续支持民办教育发展、加强民办学校分类管理之外，变更了部分核心条例，进一步明确监管方式，新增了与集团化办学、并购等方面相关的规定。

图表6 《送审稿》部分核心条例

条例	内容
第 7 条	公办学校不得举办营利性民办学校。公办学校举办非营利性民办学校的不得以品牌输出方式获得收益。
第 12 条	实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校。
第 45 条	民办学校与利益关联方发生交易的，应当遵循公开、公平、公允的原则，不得损害国家利益、学校利益和师生权益。教育行政部门、人力资源社会保障部门应当加强对非营利性民办学校与利益关联方签订协议的监管。

资料来源：司法部、广证恒生

民促法送审稿支持民办教育发展宗旨未变，民办学校分类管理措施开展势在必行。从最本源的立法的初衷出发，《民促法》的核心宗旨为“促进民办教育发展”和“分类管理”。因此，我们可以基于此做出基

本的政策风向判断：民办教育行业目前处于上位法逐步完善下的大背景下，行业由野蛮生长向规范化发展的阶段。而在这个阶段下，符合“民办教育的核心定位为公立教育的补充”宗旨的行为是受到鼓励支持的，而类似“以非营利性之名，行营利性之实”的行为是受到政策限制的。我们判断，后续在民办教育的发展中，分类管理的措施将愈发明晰。

义务教育阶段或许也将留有一定政策空间。对于义务教育阶段而言，我们认为还是回到民办教育的本质定位上“公立教育的有效补充”。对比幼教领域，按照国家给出的目标，民办占比目标为 50%，非普惠性质的幼儿园占比目标为 20%，这两个数值可以从某种角度上理解为国家留给非公立&非普惠作为补充的空间。回到义务教育阶段，民办中小学的就读人数占比分别约为 8%（小学）、13%（初中），相比而言尚存一定空间。我们认为后续可重点跟踪两个时间点来验证后续监管层态度：(1)《民促法》实施条例的正式落地，预计时点在 2019 年二季度；(2) 上海尚德启智学校、浙江莲外学校能否通过港股聆讯。

对于民办高校，由于其本身不涉及到义务教育阶段资产，最坏条件假设下也可以通过变更旗下学校属性为营利性而规避目前的相关政策限制。从近期民生教育、新高教、中教控股和新华教育公布的并购案例中我们可以判断，并购这一发展核心逻辑在后修法时代的高教板块仍可行。那么我们应主要考虑的影响为变更成为营利性学校后带来的税率上升、土地出让金补缴、政府补助等方面而导致的盈利水平下降，经过测算这一部分的影响预计将导致行业净利润率水平下滑 10pct 左右，整体处可控范围。我们认为，随着政策不确定性的消除，市场情绪回暖，港股民办高教板块的估值也将逐步修复。

图表7 政策对于民办高教的后续影响较为可控

	具体内容
实际税率	<p>目前上市公司旗下学校都为非营利性学校，学校本身的学费收入是免税的。</p> <p>产生税收的来源：(1) WOFE 公司提取学校净利润时产生的收入需要缴纳增值税及所得税，具体和 WOFE 所处的地区的税收优惠政策相关；(2) 学校提供的一些非教学类所产生的收入，例如餐厅食堂等；(3) 公司其余非学校收入；</p> <p>其中 (1) 为主要税收来源，假设统一按 15% 税率，对应行业平均 50% 的净利润率，对应的产生的后续影响大概是 7.5pct 左右。</p>
土地出让金补缴	<p>实际比市场想象中的影响要小。</p> <p>(1) 大部分省份规定只要不变更教育用地属性则无需补缴；即使要补缴，也可按办学之初的土地出让价格来补缴。</p> <p>(2) 教育用地价格不高，按一般 5-20 万一亩；</p> <p>(3) 可分期缴纳，部分省份可租赁（长期租赁、先租后让、租让结合）（本科高校需 500 亩自有土地）；假设按 50 年分期缴纳，对现金流影响不大：1000 亩校园对应 10 万一亩，补缴 1 亿，每年 200 万左右；</p> <p>(4) 学校的土地是划拨性质的时候，报表中本来就计提了“预付土地租赁款”每年摊销，实际对利润表基本没有影响。</p>
政府补助	<p>整体可控，个别标的政府补助体量较大。</p> <p>从行业普遍的情况来看，政府补助占其营收比例较小，一般为 1% 左右，即使极度悲观情况下选择成为营利性后政府补助全部剔除，整体盈利能力影响亦可控。</p> <p>民生教育占比较大，2017 财年政府补助收入达 1.03 亿，占营收比例达 21.1%。</p>

资料来源：广证恒生



1.4 K12 课外培训：专项整治基本完成，步入常态化监管阶段

整顿政策频出，专项治理整改工作基本完成。家长的培优补差心态以及资本的驱动不断推动着校外培训机构的野蛮生长。从 2016 年至今，国家不断加大对课外培训行业的规范整顿力度，相关整顿政策频出。进入 2018 年，国家的规范治理要求更加细化，课外培训专项整治工作也开始稳步推进，办学规范化、监管常态化加强成为课外培训行业的趋势。整治工作已取得显著成效，据教育部网站披露，截至 2018 年 12 月 30 日，全国 2963 个县（市、区）已启动专项治理整改工作，其中 2758 个县（市、区）已基本完成专项治理整改任务，县（市、区）完成率 93.08%；全国共摸排校外培训机构 40.1 所，存在问题机构 27.3 所，现已完成整改 27.0 所，整改完成率 98.93%。随着整治基本完成，课外培训领域将步入常态化监管阶段。

图表8 2018 年来课外培训行业规范举措频繁，监管更加细化

时间	规范措施
2018 年年初	教育部等相关部门在全国范围开启校外培训机构专项治理工作
2018 年 2 月	教育部等四部门联合印发校外培训机构专项治理工作通知
2018 年 3 月	教育部办公厅印发《关于加快推进校外培训机构专项治理工作的通知》
2018 年 4 月	新东方和好未来等全国 160 家校外培训机构共同签署《校外培训机构自律公约》，承诺避免超纲教学和强化应试，绝不组织中小学生等级考试及竞赛等
2018 年 5 月	督促指导各地公开专项治理工作方案，派出 7 个督察组分赴全国 7 个片区开展督查
2018 年 8 月	国务院办公厅发布《关于规范校外培训机构发展的意见》
2018 年 9 月	教育部办公厅发布《关于切实做好校外培训机构专项治理整改工作的通知》
2018 年 11 月	教育部办公厅发布《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知》

资料来源：教育部、国务院、广证恒生

对在线教育的监管提上日程，未来或对扩张速度产生一定程度影响。2018 年 8 月 10 日的送审稿中第 16 条，第一次对互联网教育进行了政策层面的规范。11 月 26 日下发的《通知》中重点提出了对于在线教育机构的监管。此次针对的范围是 K12 课外培训，政策直接指出需要明确在线教育的培训班的名称、培训内容、招生对象、进度安排、上课时间等，还要求展示出所有教师的备案资料，要求教师都具有教师资格证，同时加严了对于兼职教师的限制，而在线教育兼职教师占多数。未来在线教育企业的扩张速度在一定程度上可能会受到影响。

随着校外培训机构专项治理逐步推进，短期内整个行业面临经营成本上升，强监管下利润率将持续承压；长期来看整顿趋势的延续有助于市场更加规范发展，行业集中度将得到明显提升。培训机构短期内成本上升主要体现在两方面：（1）政策对培训机构的设施（消防安全、人均空间等）提出了具体而严格的要求，此情况下培训机构有可能被迫关闭部分教学设施指标不合格的教学网点或采取改进措施来应对监管要求，短期内过渡性成本将显著提高；（2）要求培训教师必须具备教师资格证，2018 年下半年教师资格考试中仍未取得教师资格证的老师会带来较大的替换成本。长期来看，本次《意见》的是对年初四部委整顿政策的进一步细化与延伸，彰显了全国至各省市对校外培训机构专项治理的力度和长期性，有助于课外辅导行业的更加规范化发展。随着监管要求提高、规范化程度提高，成本上升将导致大量盈利能力弱、办学资质差的中小培训机构离场，提高行业门槛，生源将更多流入兼具资质、口碑、合规的大机构，进一步推动行业集中度提高。

图表9 政策要求更加具体严格，短期内校外培训行业面临经营成本上升

分类	具体要求
办学标准	(1) 场所条件：校外培训机构必须有符合安全条件的固定场所，同一培训时段内生均面积不低于3平方米；(2) 师资条件：不得聘用中小学在职教师，从事学科知识培训教师应具有相应教师资格。
审批登记	(1) 确保证照齐全。校外培训机构须经审批取得 办学许可证 ，登记取得 营业执照 才能开展培训。(2) 严格审批登记。在 同一县域设立分支机构均需获得审批 ；(3) 中小学校不得举办校外培训机构。
收费管理	不得一次性收取时间跨度超过3个月的费用。
培训安排	校外培训机构学科知识培训的内容、班次、进度、上课时间等要向县级教育部门备案并向社会公布；内容不得超纲；培训进度不得超过所在地中小学同期进度；培训结束不得晚于20:30，不得留作业；严禁组织举办学科类等级考试、竞赛及排名。

资料来源：国务院、广证恒生

行业整顿下线产能扩张持续放缓，行业出清长期利好头部企业。结合最新K12 课外培训双巨头公布的财报来看，新东方FY2019Q2(2018年9月1日—11月30日)实现营收5.97亿美元，同比增长27.8%，Non-GAAP 归母净利润为2300万美元，同比增长69.2%；好未来FY2019Q3 财报(2018年9月1日—11月30日)实现净收入5.86亿美元，同比增长35.25%；归母净利润1.24亿美元，同比增长204.55%。从最新季报来看，K12 双巨头受到政策的影响较小，主要体现在线下教学点增长放缓，新东方和好未来分别净增线下网点24个和18个，环比增速仅为2.27%和2.78%。总体来讲，我们认为短期内将阶段性上升行业整体经营成本，长期来看整顿趋势的延续有助于市场更加规范发展。我们看好以新东方和好未来为首的、办学规范、具备一定体量并输出优质课程的全国性或区域性教培龙头，凭借强大品牌影响力和标准化教研体系实现进一步扩张，享受行业集中度提升红利。

在线模式打破物理及师资限制，产品持续优化，将在K12 课外培训领域扮演更重要的角色。一方面政策趋严使线下扩张速度放缓，另一方面，新东方和好未来现在扩张都到达了一个相当大的体量，截至2018年11月30日新东方和好未来教学网点数分别达到1125和666，线下固有的物理限制(管理半径等)将会逐步突显，未来线上培训将会成为这些龙头的重要增长驱动力。好未来FY2019Q3 线上课程的营收占比已经达到15%，环比+7pct，预计全年可达15%-20%。在线模式打破了线下培训的物理限制及师资限制，有助于进一步实现渠道下沉，加快布局三四线城市。随着线上产品的体验优化和市场教育的推进，线上将为K12 课外培训领域带来强大的增长驱动力。

1.5 职业教育：鼓励发展，长期享受政策红利

在2018年教育行业整体政策监管趋严的大背景下，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，利于相关机构后续校区的扩张**。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**”。

(3) **《国家职业教育改革实施方案》出台，职教发展迈入新阶段**。2019年2月13日，国务院发布《**国家职业教育改革实施方案**》，**鼓励和支持社会各界特别是企业积极支持职业教育，并提出具体目标，要求到2022年，职业院校教学条件基本达标，一大批普通本科高等学校向应用型转变，建设50所高水平高等职业学校和150个骨干专业（群）；培育数以万计的产教融合型企业，推动建设300个具有辐射引领作用的高水平专业化产教融合实训基地；分专业建设一批国家级职业教育教师教学创新团队；从2019年开始启动“学历证书+若干职业技能等级证书”（1+X证书）制度试点工作**。我们认为，具有提供优质职业教育的培训机构和高等学校有望直接受益。

图表10 2018年以来职业教育领域政策频出

时间	部门	名称	主要内容
2019.02	国务院	《 国家职业教育改革实施方案 》	以促进就业和适应产业发展需求为导向，鼓励和支持社会各界特别是企业积极支持职业教育，着力培养高素质劳动者和技术技能人才。 要求到2022年，实现一大批普通本科高等学校向应用型转变，建设50所高水平高等职业学校和150个骨干专业（群），培育数以万计的产教融合型企业，推动建设300个具有辐射引领作用的高水平专业化产教融合实训基地 。在职业院校、应用型本科高校启动“学历证书+若干职业技能等级证书”（1+X证书）制度工作。 将符合条件的技师学院纳入高等学校序列 。
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 》	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 。

		法》	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

1.6 教育信息化：迈入 2.0 时代，构建全新智慧教育生态

教育信息化 2.0 时代开启，聚焦智慧教育生态构建。2018 年 4 月，教育部下发《教育信息化 2.0 行动计划》，提出继续深化“宽带网络校校通”、“优质资源班班通”、“网络学习空间人人通”，促进教育资源公共服务平台和教育管理公共服务平台融合发展。到 2022 年基本实现“三全两高一”的发展目标，即教学应用覆盖全体教师、学习应用覆盖全体适龄学生、数字校园建设覆盖全体学校，信息化应用水平和师生信息素养普遍提高，建成“互联网+教育”大平台。

整体推进网络学习空间建设，全面实现“一人一空间”。2019 年 1 月 25 日，教育部印发《关于加强网络学习空间建设与应用的指导意见》指出，网络学习空间将作为基于信息技术教育教学的基本环境，达到贯通学校教学、管理与评价等核心业务，到 2022 年，面向各级各类教育、全体教师和适龄学生全面普及实名制的网络学习空间。《意见》鼓励中小学教师利用空间开展备课授课、家校互动、网络研修等日常活动；发挥优秀教师的示范引领作用，实施跨学校、跨区域的名师课堂、在线辅导等有利于促进区域教育均衡发展的空间应用新模式。

新高考改革带来教育信息化发展新机遇。2014 年 9 月，国务院印发了《关于深化考试招生制度改革的实施意见》，同年 12 月，教育部紧接着发布了两份配套文件，即《关于普通高中学业水平考试的实施意见》和《关于加强和改进普通高中学生综合素质评价的意见》，为各省市推进新高考奠定了基调。同年 9 月，上海市和浙江省率先启动高考综合改革的试点，2017 年起逐步全面推进新高考改革，2020 年将全面建立新高考制度。新高考改革下的“3+3”模式导致高中教学排班的改变，正常执行“6 选 3”的地区，科目组合有 20 种，而浙江省“7 选 3”则有 35 种组合，催生了围绕走班排课产生的资源分配、信息指引、班级管理等方面的需求。我们认为，新高考改革带来了排课走班系统及其他配套软硬件的需求，为教育信息化行业创造新的增长点，我们看好基于现有渠道优势进行产品延伸的企业把握新高考改革带来的机遇。

图表11 教育信息化发展迈入 2.0 时代

时间	名称	主要内容
2016.6	《教育信息化“十三五”规划》	要求“十三五”末形成覆盖全国、多级分布、互联互通的数字教育资源云服务体系，为学习者享有优质数字教育资源提供方便快捷的服务，提升教育信息化支撑教育教学的水平。
2018.4	《教育信息化 2.0 行动计划》	到 2022 年基本实现“三全两高一”的发展目标，即教学应用覆盖全体教师、学习应用覆盖全体适龄学生、数字校园建设覆盖全体学校，信息化应用水平和师生信息素养普遍提高，建成“互联网+教育”大平台，努力构建“互联网+”条件下的人才培养新模式、发展基于互联网的教育服务新模式、探索信息时代教育治理新模式。
2018.4	《中小学数字校园建设规范（试	数字校园建设要坚持“深化应用，融合创新”，实现校园环境数字化，实现信息系统互联互通，实现用户信息素养提升，实现学习方式和教育教学

	行)》	模式创新。
2019.1	《关于加强网络学习空间建设与应用的指导意见》	到 2022 年，面向各级各类教育、全体教师和适龄学生，全面普及绿色安全、可管可控、功能完备、特色鲜明的实名制空间，实现基于空间的教与学应用、教学管理、教育治理的常态化。整体推进网络学习空间建设，使空间成为各级各类学校、全体教师和适龄学生教育信息化应用的主要入口，实现“一人一空间，人人用空间”。

资料来源：教育部、广证恒生

教育信息化企业的竞争力关键在内容和渠道，综合服务运营商有望在下一阶段突围而出。当前我国教育信息化行业集中度低，地域特征较为明显。教育信息化企业兼具产品属性和服务属性。从产品属性角度看，随着部分优质企业脱颖而出，营收规模突破数亿元大关乃至数十亿大关，产能持续释放，规模效应愈加凸显，价格优势和溢价能力将使中小企业愈难竞争；从服务属性角度看，具备“硬件+软件+内容+服务”等一体化综合解决方案优势的巨头将在教育信息化“深化应用、融合创新”新阶段中更加受益，具备顶层方案设计和承接千万级乃至亿级大订单能力，也能够投入大量资金进行产品研发创新和内容积累，相比而言仅仅提供单一产品的产商和中小集成商仅靠渠道优势将难以匹敌。建议聚焦深度布局教育信息化软硬件技术以及内容、具有产品创新能力、业务覆盖全国渠道的综合服务运营商，看好其在深耕渠道，深化应用中持续领跑。

2. 投资逻辑：拥抱政策环境较为宽松、确定性较强的细分赛道

从 2018 年几次关键性政策的出台来看，本质上符合监管层对于各个教育细分领域的定位，而市场往往预期不足。我们认为，对于后续政策风向研判尤其需要重视监管层对于教育行业的重点细分领域的态度，尤其是全日制学历类领域的定位和态度。(1) 对于整体民办教育领域：我们认为监管层对于民办教育的定位为“公立教育的有效补充”，同时强调教育的公益性和公平性。总体上政策支持符合此定位的行为，后续政策的出台及落地也将围绕这个宗旨来进行。(2) 对于学前教育领域：监管层核心态度在于“普惠+公益”，旨在从根本上解决入园难、入园贵问题，全面落实普惠性幼儿园的建设目标。(3) 对于课外培训领域：核心态度在于“规范”，解决整个课外辅导行业以“应试”为导向的粗放式发展所带来的一系列问题，强调学科培训与素质培训分类管理，全面整治行业各类不规范的现象。(4) 对于民办学校领域：核心态度在于“分类管理”，强调营利性及非营利性民办学校的分类管理，在整体鼓励民办学校行业发展的宗旨上，给予非营利性学校更多政策优惠，同时禁止义务教育阶段的营利性。

从政策的角度出发，我们认为在当前时点可积极关注 (1) 政策环境较为宽松、鼓励的赛道。例如素质教育、职业培训、教育信息化等。(2) 关注政策升级的大背景下，影响较为可控，不影响本身核心投资逻辑的赛道。例如民办高教、K12 课外培训、在线教育等。

推荐标的

(1) 素质教育：万国体育、世纪明德、编程猫、VIP 陪练；(2) 职业培训：中公教育、华图教育、

文都教育、高顿教育、会计学堂；(3) 教育信息化：视源股份、创显科教、三盟科技；(4) 民办高教：中教控股、希望教育、新高教集团、中国科培；(5) K12 课外培训：新东方、好未来、精锐教育、卓越教育集团；(6) 在线教育：学而思网校（好未来）、新东方在线、流利说、VIPKID、掌门一对一。

图表12 拥抱政策环境较为宽松、确定性较强的细分赛道

赛道	投资逻辑
职业教育	看好处于洗牌期的赛道如 IT 培训、财会培训；关注成熟期赛道（公考、考研等纯考证类赛道）龙头企业跨赛道发展、产业链前后延伸的实力；保持对商业模式创新、资源禀赋较高的优秀企业的关注。
教育信息化	迈入 2.0 时代，向“三全两高一”的目标发展，软件建设和信息化素养成为 2.0 的重点，看好具有优质内容和渠道的综合服务运营商突围而出。
素质教育	政策及消费升级双重驱动，行业核心逻辑在于渗透率的不断提升。单体素质教育机构受制与培训需求频次等问题，很难做到独立上市的利润规模，但作为互补型并购价值巨大。我们更看好教育综合体模式及真正解决行业痛点的在线素质教育方向。
民办高教	本身不涉及到义务教育阶段资产，可以通过变更旗下学校属性为营利性而规避目前的相关政策限制，且并购这一发展核心逻辑在后修法时代的高教板块仍可行。随着政策不确定性的消除，市场情绪回暖，港股民办高教板块的估值也将逐步修复。
课外培训	短期内将阶段性上升行业整体经营成本，长期来看整顿趋势的延续有助于市场更加规范发展。我们看好以新东方和好未来为代表的全国性或区域性教培龙头，凭借强大品牌影响力和标准化教研体系实现进一步扩张，享受行业集中度提升红利。
在线教育	对 K12 课外培训机构的整治可能将正式延伸到线上，预收款、教师资质的限制将斩断一大批不具备自我造血能力、忽略教研体系构建，盲目“烧钱”的在线教育企业。我们判断，未来 1-2 年将会有大批诸如此类的在线教育企业被淘汰；整个行业经历了资本推动和模式试错、验证，已经迈入资本化的新阶段，变现模式清晰，看好在各个细分领域率先实现规模化的头部企业。

资料来源：广证恒生

3. 风险提示

政策推进不达预期。当前民促法实施意见送审稿尚未完全落地，具体的政策规定是否如期通过具有较大的不确定性，尤其是对高教板块影响较大的第七条及第十二条。从政策实施的实操角度出发，即使当前中央层面的民促法实施意见通过落地，具体到各个省市中仍需要按照各地方政府出台对应的具体实施条例实行，最终在民办学校并购、协议控制、VIE 架构、税收优惠、土地出让金补缴等具体规定的不确定性较大。

政策变动风险。由于教育事业涉及民生、公益性、公平性等属性导致其政策敏感性极强，尤其是在我国民办教育领域上位法仍在推进中，且整体教育行业监管升级迈入新常态的背景下，需要注意重点政策短期内对于二级市场的影响。

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。