

2019年09月06日

教育

教育月观点 09 期：聚焦教育政策及各细分方向

■行业观点：

上月我们组织了教育峰会，聚焦教育政策及各细分方向。

1. 政策方面，基础教育阶段的改革核心是“两普及、一均衡”，即学前教育基本普及，高中教育（包括普通高中、职业高中两类）基本普及，义务教育优质均衡发展；高等教育的政策，是提出“双一流”提质量，即建一流学科、一流大学。

2. 政策改革的背景下，课外培训机构整体增速会放缓，历经 20 年的繁荣，未来趋势上仍然持续，包括同步辅导等业务，但预计不会呈现过往的陡线增长；在新的环境、新的竞争下会有新的王者，核心是内容或发展模式创新。

3. 国际学校的数量每年都在增加，但增速放缓，集团化办学机构存在洗牌现象。

4. 素质教育迎来天时地利人和共振的阶段：1) 5-14 岁少儿的家长经济能力强，受教育程度较高，对素质教育有渴求；16-19 岁艺考的家长对升一所好大学的诉求强；2) 写字楼租金下降、地方上均支持文创项目、素质教育聚集人气故受商业综合体支持；3) 教育政策的引导下，孩子们有更多时间进行美术、音乐、舞蹈、表演等学习；各大艺术院校优秀毕业生陆续流向素质教育领域。

5. 自主选拔与新高考改革的核心诉求是一致的，自主选拔多元录取的趋势是持续向上的；综合素质评价强调了五大素质，要求有社会实践、思想品德、艺术素养、学业水平、身心健康。

6. 职业教育最近十年发展迅速，投资办学、职业培训、第三方教育服务是社会投资参与职业教育的三个主要途径；新增的投资机会主要来自于产教研融合服务与现代服务业人才供给方面。

7. 相较国外，中国人工智能教育处于早期，以“智适应系统”为例，教育科技包括三个层级：1) 学习地图与内容地图；2) 学习数据存贮以及推荐系统；3) 实时数据交互。

■上月（8 月）上证综指、创业板指、安信教育指数涨跌幅分别-0.29%、2.58%、-0.25%。

上月 A 股教育板块内个股涨跌幅前三为佳发教育（21.02%）、东方时尚（15.45%）、紫光学大（13.00%）；板块内个股涨跌幅后三为盛通股份（-16.69%）、陕西金叶（-11.11%）、天喻信息（-10.04%）。

港股教育板块内个股涨跌幅前三为思考乐教育（37.25%）、新东方在线（14.55%）、宇华教育（10.46%）；板块内个股涨跌幅后三为

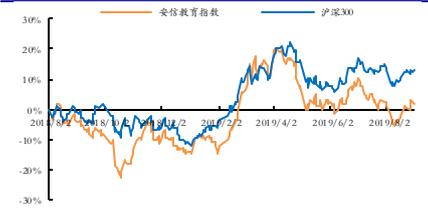
行业周报

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005
sudy@essence.com.cn
021-35082325

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001
liuwz@essence.com.cn
021-35082109

陈冠呈

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518080004
chengc@essence.com.cn

杜一帆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518080002
duyf1@essence.com.cn
021-35082088

相关报告

教育月观点 08 期：7 月份教育板块政策较为密集 2019-08-03

教育月观点 07 期：高中改革指向的综合素质评价，重视德育、长板 2019-06-29

教育月观点 06 期：BAT 等巨头持续布局教育方向 2019-06-02

A 股教育板块 2018 年年报总结及月观点 05 期：内生增速略超预期 2019-05-06

教育月观点 04 期：教育板块年报及一季报业绩靓丽 2019-04-01

教育月观点 03 期：政策密集加持，教育板块预计将持续走强 2019-03-04

宝宝树集团 (-36.81%)、卓越教育集团 (-18.26%)、枫叶教育 (-15.49%)。

美股教育板块内个股涨跌幅前三为四季教育 (28.65%)、朴新教育 (15.60%)、好未来 (10.65%); 板块内个股涨跌幅后三为流利说 (-35.35%)、ATA 公司 (-29.39%)、无忧英语 (-28.08%)。

■公司要闻:

- 1、中公教育:2019 年上半年实现营业收入 36.37 亿元、同增 48.79%; 归母净利润 4.93 亿元、同增 132.18%。
- 2、美吉姆:2019 年上半年实现营业收入 2.77 亿元、同增 183.49%; 归母净利润 3427 万元、同增 351.57%。
- 3、立思辰:2019 年上半年实现营业收入 9.03 亿元、同增 64.16%; 归母净利润 3916 万元、同增 169.03%。

■行业要闻:

- 1、9 月 2 日,国务院办公厅印发《关于体育强国建设纲要的通知》,提出到 2020 年、2035 年、2050 年,分阶段实现体育强国相应的战略目标;并指出青少年要掌握 2 项以上运动技能。
- 2、东方教育 2019 上半年实现营收 18.21 亿元,同比增长 26.6%;毛利 11.07 亿元,同比增长 45.4%;净利 3.12 亿元,同比增长 44.2%;经调整净利 4.08 亿元,同比增长 88.1%。2019 年上半年新培训人次及新客户注册人数为 7.6 万人,同比增长 22.9%;平均培训人次及平均客户注册人数为 13.3 万人。
- 3、【动态】民生教育 2019 上半年实现营收 5.26 亿,同增 66.45%;毛利 3.07 亿元,同比增长 62.6%;净利润 2.04 亿元,同比下降 7.8%。学生人数 74450 人,同比增长 71.77%。

■投资建议:

我们看好教育产业的稳健性及长期发展空间,建议关注五条主线:(1) 职业教育:中公教育、洪涛股份、开元股份、百洋股份、中国东方教育;(2) 高等教育:中教控股、民生教育、中国新华教育、新高教集团;(3) 基础教育:枫叶教育、成实外教育、凯文教育、立思辰、科斯伍德;(4) 幼教:美吉姆、威创股份、和晶科技;(5) 教育信息化:佳发教育、科大讯飞、视源股份、鸿合科技、网龙。

■风险提示:费用率持续上行的风险、行业规范整顿的落地执行带来短期冲击的风险。

内容目录

1. 市场回顾.....	4
2. 上市公司公告.....	5
2.1. 2019 年半年报.....	5
2.2. 其他重大事项.....	6
3. 教育行业要闻.....	7
3.1. 行业及政策动态.....	7
3.2. 公司动态.....	8
4. 重点公司业绩预测与投资评级.....	13
5. 投资建议.....	13
6. 风险提示.....	14

图表目录

图 1: 上月安信教育及中信一级子行业市场表现 (%)	4
图 2: 2019 年安信教育及中信一级子行业市场表现 (%)	4
表 1: A 股教育板块涨幅前五、后五个股.....	4
表 2: 港股教育板块涨幅前三、后三个股.....	5
表 3: 美股教育板块涨幅前三、后三个股.....	5
表 4: 港股通持股占比 (截至 2019 年 8 月 30 日)	5
表 5: A 股教育公司 2019 年半年报业绩.....	5
表 6: 教育板块重点公司业绩预测 (股价和市值对应日期为 2019 年 9 月 5 日)	13

1. 市场回顾

上月（8月）上证综指、创业板指、安信教育指数涨跌幅分别为-0.29%、2.58%、-0.25%。

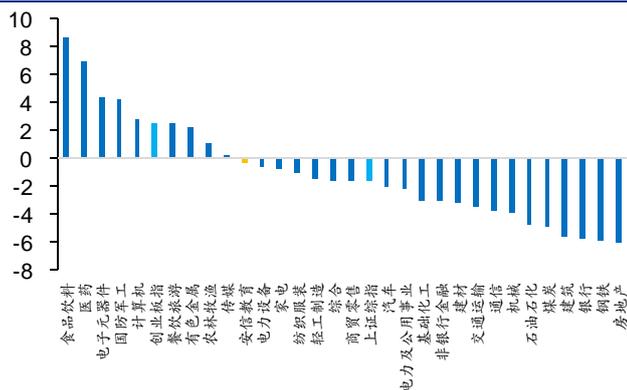
上月A股教育板块内个股涨跌幅前三为佳发教育（21.02%）、东方时尚（15.45%）、紫光学大（13.00%）；板块内个股涨跌幅后三为盛通股份（-16.69%）、陕西金叶（-11.11%）、天喻信息（-10.04%）。

港股教育板块内个股涨跌幅前三为思考乐教育（37.25%）、新东方在线（14.55%）、宇华教育（10.46%）；板块内个股涨跌幅后三为宝宝树集团（-36.81%）、卓越教育集团（-18.26%）、枫叶教育（-15.49%）。

美股教育板块内个股涨跌幅前三为四季教育（28.65%）、朴新教育（15.60%）、好未来（10.65%）；板块内个股涨跌幅后三为流利说（-35.35%）、ATA公司（-29.39%）、无忧英语（-28.08%）。

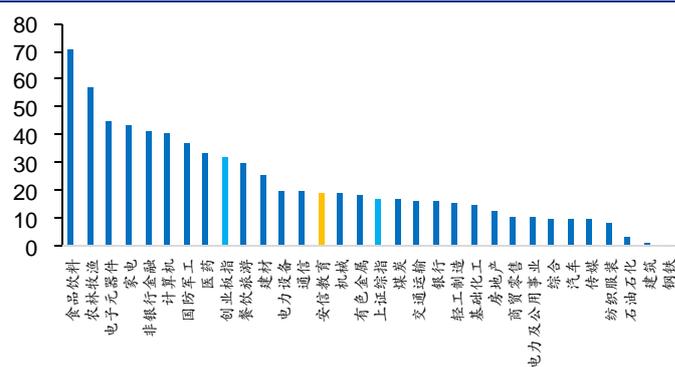
截至8月30日，港股教育板块中，港股通持股占比前三为宇华教育（12.68%）、枫叶教育（10.89%）、新高教集团（9.61%）。

图1：上月安信教育及中信一级子行业市场表现（%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图2：2019年安信教育及中信一级子行业市场表现（%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

表1：A股教育板块涨幅前五、后五个股

	上月涨幅前五、后五个股			2019年涨幅前五、后五个股		
	证券代码	证券简称	月涨跌幅（%）	证券代码	证券简称	年涨跌幅（%）
涨幅前五	300559.SZ	佳发教育	21.02	002607.SZ	中公教育	140.92
	603377.SH	东方时尚	15.45	002841.SZ	视源股份	56.59
	000526.SZ	紫光学大	13.00	300205.SZ	天喻信息	51.88
	002607.SZ	中公教育	10.34	300282.SZ	三盛教育	49.21
	002841.SZ	视源股份	9.49	300559.SZ	佳发教育	45.06
涨幅后五	000607.SZ	华媒控股	-8.13	300688.SZ	创业黑马	-8.05
	300248.SZ	新开普	-9.65	601801.SH	皖新传媒	-8.43
	300205.SZ	天喻信息	-10.04	002659.SZ	凯文教育	-9.18
	000812.SZ	陕西金叶	-11.11	002599.SZ	盛通股份	-17.02
	002599.SZ	盛通股份	-16.69	002696.SZ	百洋股份	-33.10

资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 2: 港股教育板块涨幅前三、后三个股

	上月涨幅前三、后三个股			2019 年涨幅前三、后三个股		
	证券代码	证券简称	月涨跌幅 (%)	证券代码	证券简称	年涨跌幅 (%)
涨幅前三	1769.HK	思考乐教育	37.25	1773.HK	天立教育	123.81
	1797.HK	新东方在线	14.55	1890.HK	中国科培	71.25
	6169.HK	宇华教育	10.46	1769.HK	思考乐教育	71.11
涨幅后三	1317.HK	枫叶教育	-15.49	1565.HK	成实外教育	-43.43
	3978.HK	卓越教育集团	-18.26	1758.HK	博骏教育	-65.50
	1761.HK	宝宝树集团	-36.81	1761.HK	宝宝树集团	-66.38

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表 3: 美股教育板块涨幅前三、后三个股

	上月涨幅前三、后三个股			2019 年涨幅前三、后三个股		
	证券代码	证券简称	月涨跌幅 (%)	证券代码	证券简称	年涨跌幅 (%)
涨幅前三	FEDU.N	四季教育	28.65	ATAI.O	ATA 公司	103.26
	NEW.N	朴新教育	15.60	EDU.N	新东方	98.58
	TAL.N	好未来	10.65	NEW.N	朴新教育	33.33
涨幅后三	COE.N	无忧英语	-28.08	COE.N	无忧英语	-39.75
	ATAI.O	ATA 公司	-29.39	AMBO.A	安博教育	-63.17
	LAIX.N	流利说	-35.35	TEDU.O	达内科技	-80.79

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表 4: 港股通持股占比 (截至 2019 年 8 月 30 日)

证券代码	证券简称	最新港股通持股占比 (%)	近一周持股占比变化 (%)	近一月持股占比变化 (%)
6169.HK	宇华教育	12.68	0.37	1.18
1317.HK	枫叶教育	10.89	-0.08	-1.84
2001.HK	新高教集团	9.61	-0.32	-0.02
6068.HK	睿见教育	4.76	0.07	0.15
0839.HK	中教控股	4.63	0.01	-0.07
1765.HK	希望教育	4.13	0.22	0.46
1569.HK	民生教育	3.56	0.11	0.16
0777.HK	网龙	3.55	0.03	0.02
1761.HK	宝宝树集团	0.51	0.03	0.26

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2. 上市公司公告

2.1. 2019 年半年报

表 5: A 股教育公司 2019 年半年报业绩

证券代码	公司名称	营业收入 (亿元)	营收增速	归母净利润 (亿元)	净利增速
002607.SZ	中公教育	36.37	31.36%	4.93	1206.62%
002621.SZ	美吉姆	2.77	183.49%	0.34	351.57%
300248.SZ	新开普	3.23	17.26%	0.10	210.49%
300010.SZ	立思辰	9.03	64.16%	0.39	169.03%
600730.SH	中国高科	0.58	16.28%	0.00	105.21%
002261.SZ	拓维信息	5.46	11.91%	0.29	104.90%
300559.SZ	佳发教育	2.92	78.33%	0.96	94.23%
300235.SZ	方直科技	0.45	1.05%	0.09	89.66%

300192.SZ	科斯伍德	4.42	-6.24%	0.36	57.35%
300205.SZ	天喻信息	10.50	-10.79%	0.93	53.12%
002841.SZ	视源股份	72.05	15.85%	5.64	46.46%
002230.SZ	科大讯飞	42.28	31.72%	1.89	45.06%
002730.SZ	电光科技	4.32	17.86%	0.39	37.76%
000607.SZ	华媒控股	8.31	10.49%	0.43	25.83%
002678.SZ	珠江钢琴	9.89	2.07%	1.03	6.26%
600661.SH	昂立教育	10.90	13.16%	0.50	5.36%
300688.SZ	创业黑马	0.98	11.12%	0.17	5.32%
002599.SZ	盛通股份	8.73	2.59%	0.47	-5.86%
000526.SZ	紫光学大	16.90	1.99%	0.94	-6.81%
002659.SZ	凯文教育	1.53	70.79%	-0.56	-7.78%
300329.SZ	海伦钢琴	2.57	3.64%	0.28	-8.82%
603377.SH	东方时尚	5.20	-0.53%	1.01	-11.16%
300282.SZ	三盛教育	3.51	11.04%	0.52	-13.76%
002325.SZ	洪涛股份	19.06	-6.60%	0.79	-27.76%
300050.SZ	世纪鼎利	5.41	17.58%	0.20	-31.53%
603268.SH	松发股份	2.66	-0.11%	0.14	-34.35%
300279.SZ	和晶科技	7.20	2.52%	0.23	-39.24%
002696.SZ	百洋股份	13.30	13.37%	0.30	-41.15%
300338.SZ	开元股份	8.11	35.64%	0.38	-42.44%
002308.SZ	威创股份	5.00	-3.98%	0.53	-44.59%
002638.SZ	勤上股份	5.76	-11.68%	0.07	-91.50%
600636.SH	三爱富	5.57	-38.72%	-0.17	-107.01%
000812.SZ	陕西金叶	3.95	-10.36%	-0.03	-111.84%
300359.SZ	全通教育	2.48	-16.60%	-0.25	-9264.53%
600455.SH	博通股份	0.91	4.51%	0.13	-
	合计	342.30	12.28%	23.46	21.79%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

2.2. 其他重大事项

【三盛教育】对外投资：1) 2019年8月21日，公司与自然人王静、和盈同创以及恒大教育（目标公司）签订了《投资合作框架协议》，公司拟分两次分别购买目标公司10%股权、25%股权，目标公司的整体预估值为7.8亿元，两次投资的金额分别为7800万元，1.95亿元，合计投资金额预计为2.73亿元；2) 2019年8月13日，公司与自然人李松、王伟以及中育贝拉（标的公司）签订了《投资框架协议》，公司拟以现金方式自管理层股东或第三方处收购标的公司不低于40%的股权，初步确定标的公司本次投资后估值为2.42亿元，对应40%股权的估值为9660万元；

【立思辰】1) 项目中标：公司收到招标代理机构山东三阳项目管理有限公司签发的《中标通知书》，确定公司为任城区城乡基础教育能力提升及保障体系工程项目（EPC+F）的中标人，中标金额为3.02亿元；2) 高管变更：公司聘任全婷婷女士为公司副总裁；

【佳发教育】股东减持：公司股东陈大强先生于2019年7月2日-9月3日期间累计减持公司股份740.48万股，占公司总股本的2.78%；

【昂立教育】1) 股份回购：截至2019年8月31日，公司累计通过股票回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购公司股份1370万股，占公司总股本的4.78%，支付的总金额为3亿元（不含印花税、佣金等交易费用）；2) 股东减持：在减持计划实施期间内，公司大股东交大企管中心通过集中竞价的交易方式合计减持公司股份572.25万股，占公司总股本的

2.00%;

【东方时尚】股份回购：2019年8月23日，公司完成回购，已实际回购公司股份1206.68万股，占公司总股本的2.05%，使用资金总额1.70亿元（不含印花税、佣金等交易费用）；

【三爱富】1) 股份回购：公司拟以集中竞价交易方式回购公司股票，本次回购股份数量为不低于446.94万股（占总股本1%）且不超过893.87万股（占总股本2%），回购股份将全部作为后期实施股权激励的股票来源；2) 高管变更：公司董事会同意选举王志学先生为公司第九届董事会董事长；

【百洋股份】股权转让：公司控股股东孙忠义先生与汇泰集团签署了《股权转让框架协议》，孙忠义先生拟向汇泰集团转让其所持有的百洋股份股票不低于现上市公司总股本的7%，转让总价拟不低于2.59亿元；

【和晶科技】转让资产：公司基于整体发展战略，持续聚焦核心业务、优化资源配置和资产结构，对非核心业务资产进行战略剥离，在无锡产权交易所公开挂牌转让公司全资子公司澳润科技100%股权，挂牌价格为1.48亿元。

3. 教育行业要闻

3.1. 行业及政策动态

【政策】国务院印发体育强国建设纲要，青少年要掌握2项以上运动技能

9月2日，国务院办公厅印发《关于体育强国建设纲要的通知》，提出到2020年、2035年、2050年，分阶段实现体育强国相应的战略目标。此次通知中的许多新规，都将有力推动青少年体育运动的发展，无论是在校内还是校外。场地是发展体育运动的第一道坎。通知要求，统筹建设全民健身场地设施，建设一批小型足球篮球场地，并提高学校足球篮球场地利用率；鼓励社会力量建设小型体育场所。未来，随着场地建设不断完善，学校及机构在开展相关体育运动或培训时无疑会有更大的便捷性。（芥末堆）

【政策】教育部：2020年城镇学校基本消除56人以上大班

8月30日，教育部、国家发展改革委、财政部公布《关于编制义务教育薄弱环节改善与能力提升工作项目规划（2019-2020年）的通知》。《通知》要求2019-2020年，全部消除城镇学校66人以上超大班额，基本消除现有56人以上大班额，全国大班额比例控制在5%以内。按教基一厅〔2016〕4号文件要求，到2020年底，大班额比例超过20%的省份要将大班额比例控制在10%以内，大班额比例为10-20%的省份要将比例控制在5%以内，其他省份要将大班额比例控制在1%以内。（鲸媒体）

【政策】江苏明年实施公民同招，民办校100%摇号

在江苏省教育厅调研组开展的专题调研活动中，省教育厅巡视员朱卫国表示，明年秋季开始，江苏省民办、公办学校将全面实行同步招生，民办学校在招生中不得进行书面考试和面谈。民办学校报名人数如果超过核定招生计划人数，将100%电脑摇号进行录取，不允许采取其他任何考试、面测、面谈方式入学。此外，在招生时民办学校不能以各种社会培训机构提供的证书作为前置条件。除收取学费和国家规定的费用外，民办学校不能额外收取费用，严禁通过考试成绩分等级收费。（鲸媒体）

【政策】广东省教育厅：正式实施体育与健康等科目普通高中学业水平考试

广东省教育厅下发了《关于普通高中体育与健康等科目学业水平考试工作的指导意见》（简称《意见》），明确从2018年或2019年秋季入学新生开始组织考试试点，最迟从2020年秋

季入学的新生开始，正式实施体育与健康等科目普通高中学业水平考试。（鲸媒体）

【行业】8月教育行业融资报告：24家企业共融资21.13亿元

根据黑板洞察，2019年8月教育行业共发生了24起投资并购事件，共融资21.13亿元。其中素质教育展现了强大的吸金能力，贡献了11.68亿元的金額，占总金額的55%。从各细分领域的融资体量来看，除了K12领域内久趣英语获得的C轮数亿元融资外，其他几项亿元融资都集中于素质教育领域，其中本月最大的一笔融资就是火花思维获得的8500万美金D轮融资，这也是截至目前国内数理思维赛道最大的一笔融资。（芥末堆）

3.2. 公司动态

【动态】东方教育2019上半年营收18.21亿元，同比增长26.6%

新东方烹饪学校主体公司中国东方教育公布截至2019年6月30日的上半年业绩。报告期内，公司实现营收18.21亿元，同比增长26.6%；毛利为11.07亿元，同比增长45.4%；净利润为3.12亿元，同比增长44.2%；经调整净利润为4.08亿元，同比增长88.1%。2019年上半年新培训人次及新客户注册人数为7.6万人，同比增长22.9%；平均培训人次及平均客户注册人数为13.3万人。东方教育计划在北京、上海、广州、成都及西安建立五个自有的区域中心，为六大学校品牌提供教学及培训实践设施。并为美容业、人工智能及医疗保健等服务业及新经济的职业技能教育进行市场开拓。（鲸媒体）

【动态】枫叶教育将在呼和浩特新建学校，有助扩展至外蒙古、俄罗斯及哈萨克斯坦

9月2日，枫叶教育发布公告，公司将在呼和浩特新建一所学校，新学校可容纳学生总人数为约4600人，预期于2020年9月开学。公司预期，设立该学校将增进及增强集团的现有业务，亦有助集团将学校网络进一步扩展至外蒙古、俄罗斯及哈萨克斯坦，也会吸引该等国家的學生入读该学校。（鲸媒体）

【动态】网龙集团发布2019上半年财报，教育业务经营性亏损

网龙集团发布截止2019年6月30日的半年业绩报告。财报显示，网龙上半年实现营收26.73亿元，同比增长8.2%；毛利为18.65亿元，同比增长33%。游戏仍是对网龙营收贡献最大的业务，上半年营收15.76亿元，同比增长51.6%，且毛利率高达96%。相比之下，教育业务营收为10.49亿元，占集团总收入的39.2%，同比减少24.2%；教育业务经营性分类亏损为3.09亿元，同比增长94.7%。（鲸媒体）

【动态】银杏教育发布2019年中期业绩报告，净利润同比增16.8%

银杏教育发布2019年中期业绩报告。报告期内，公司上半年营收8422.4万元，同比增长2.3%；上市公司股东应占溢利为2297.7万元，同比增长16.8%。公司营收增长主要由于学费及住宿费上升所致，而学费、住宿费及配餐服务费上升则主要由于2018/2019学年的在校人数上升所致。研究项目及培训课程的收益下降主要由于集团于2018年完成一项一次性培训课程所致。（鲸媒体）

【动态】宝宝树布局北美宣布投资Zoetic AI等三家公司

宝宝树完成对美国AI儿童陪伴机器人品牌Zoetic、科学育儿线上教育公司Parent Lab、AI在线英语启蒙教育公司Littlelights的战略投资。宝宝树投资相关负责人表示，宝宝树定位为一家技术驱动型公司，这三笔投资标志着宝宝树通过资本布局进入北美市场，进一步推动全球化进程；并通过投资母婴育儿领域的科技公司，推动AI前沿技术在全球年轻家庭人群的应用与普及。（鲸媒体）

【动态】希望教育发布2019年中期业绩报告公布收购银川若干学校和公司

8月30日,希望教育发布2019年中期业绩报告,同时还公告,与宝塔集团签订了收购协议,以5.5亿元人民币,现金收购银川的若干学校和公司,将新增学生1.5万人。2019年上半年,公司实现收入5.95亿元,同比增长13%;毛利升21.3%至3.2亿元;净利润2.43亿元,同比增长83%;核心净利润2.57亿元,同比增长34%。(鲸媒体)

【动态】嘉宏教育发布2019年中期业绩报告:营收2.55亿元、同比增长159%

8月28日,嘉宏教育发布截至2019年6月30日的中期业绩公告。报告期内嘉宏教育实现营收2.55亿元,同比增长159%,期间溢利1.29亿元,同比增长3%。嘉宏教育未来将拓展业务营运及学校网络,将侧重收购、投资于利用率相对较低或拥有巨大潜力的高等教育学校,并计划于美国加州建立高等教育机构California School。此外,嘉宏教育还表示将通过提高其旗下两所本专科院校的学费费率,以提升盈利能力。(鲸媒体)

【动态】宝宝树发布2019半年报:平均月活1.56亿,总营收2.4亿元

8月27日,宝宝树发布2019年中报。上半年平均月活达1.56亿,其中App端较2018年平均月活涨幅21.6%,营收超2.4亿元。与此同时,宝宝树公布完成投资多家美国年轻家庭服务公司,加速全球化战略布局。(鲸媒体)

【动态】思考乐教育发布首份财报,2019年中期收益2.95亿元

8月23日,思考乐教育发布2019年中期业绩。报告期内,思考乐教育实现收益2.95亿元,同比增长25.2%;持续经营业务所产生的溢利为3347.3万元,同比下降1.4%;毛利1.28亿元,同比增长47.4%;毛利率为43.3%,去年同期为36.8%。2019年1月至6月,常规课程入学人次达11.5万人,较去年同期增长25.2%,辅导课时由去年同期的305.9万增至370.3万,增幅达21.1%。同时,常规课程每课时的平均学费由去年同期的77.2元增至79.8元,由此驱动学业备考课程收入达到2.84亿元,较去年同期增长27.8%。(鲸媒体)

【动态】希望教育收购苏州托普学院及昆山技工学校

2019年8月23日,四川希望教育产业集团作为买方、与卖方(海杏宏、上海蓝客、上海鸿暖与梅郁南)、目标公司、目标学校及该公司订立收购协议。四川希望教育产业集团收购目标公司之100%股权,股权代价为3.76亿元(人民币),目标公司拥有苏州托普学院及昆山技工学校的举办人权利。买方借款给目标公司与目标学校用于偿还目标公司与目标学校债务2425.52万元。(鲸媒体)

【动态】尚德机构2019年Q2财报,净收入5.53亿,亏损大幅收窄

8月23日,尚德机构公布了截至2019年6月30日第二季度未经审计的财务报告。尚德机构第二季度净收入为人民币5.527亿元(8050万美元),继续保持增长态势。递延收入为人民币32.3亿元。净亏损为人民币1290万元(190万美元),同比下降95.3%。净亏损率(定义为净亏损占净收入的百分比)下降至2.3%。(鲸媒体)

【动态】跟谁学2019财年Q2净收入3.537亿元,K12业务正价课学费上调

8月22日,跟谁学发布截至2019年6月30日第二季度未经审计财务报告,报告期内,现金收款为5.99亿元,同比增长462.4%。2019年上半年的现金收款为9亿元,同比增长436.8%。其中,专注K12的高途课堂占有相当比重。跟谁学的快速崛起,很大程度上源于商业模式创新、发展方向和定位准确:利用互联网高效的特点最大限度地规模化稀缺的教育资源,为客户提供最优秀的课程和极致的用户体验,通过口碑传播降低获客成本,实现规模化盈利。(鲸媒体)

【动态】卓越教育上半年净利润同比下降9.1%,将剥离在线网校业务

8月21日,卓越教育发布截至2019年6月30日中期业绩公告。报告期内,卓越教育实现

收益 8.67 亿元, 同比增长 20%; 净利润为 7525.6 万元, 同比下降 9.1%; 毛利为 3.59 亿元, 同比增长 17.3%。导致净利润变动的因素有: (1) 因自 2019 年 1 月 1 日起采纳新的国际财务报告准则第 16 号租赁, 导致确认使用权资产折旧及租赁负债利息, 额外减少纯利人民币 750 万元; (2) 对在线网校业务作出的初期投资税后净开支人民币 2580 万元。公司将调整在线网校业务的策略, 剥离现有的在线网校业务; (3) 非上市股权投资的公允价值减少人民币 570 万元。

【动态】红黄蓝发布 2019 年 Q2 财报, 净利润同比下降 43.48%

8 月 21 日, 红黄蓝发布 2019 年第二季度未经审计财务业绩报告。红黄蓝 Q2 实现净营收 5360 万美元, 同比增长 12.84%; 调整后归属于股东的净利润为 390 万美元, 同比下降 43.48%; 在园学生人数 30478 人, 同比增加 29.55%。(鲸媒体)

【动态】民生教育 2019 上半年营收 5.26 亿, 同增 66.45%

民生教育公布截至 2019 年 6 月 30 日中期业绩。19H1 实现营业收入 5.26 亿元, 同比增长 66.45%; 毛利 3.07 亿元, 同比增长 62.6%; 净利润 2.04 亿元, 同比下滑 7.8%。学生人数 74450 人, 同比增长 71.77%。民生教育旗下经营及管理 11 所学校, 19H1 营业收入中, 学费收入 4.88 亿元同增 67.34%, 住宿费 0.39 亿元同增 56.00%。(鲸媒体)

【动态】新东方在线 2019 财年营收 9.19 亿元, 将收购东方优播剩下 49% 股权

8 月 16 日, 新东方在线发布了 2019 财年 (2018 年 5 月至 2019 年 5 月) 业绩, 2019 财年营收 9.19 亿元, 同比增长 41.3%, 毛利 5.06 亿元, 年内亏损 6410.9 万元, 同比下降 178.2%。在成本方面, 本财年新东方在线的总营收成本达到 4.125 亿元, 同比上升 63.3%, 销售及营销开支同比上升 98.2%, 达到 4.439 亿元。2019 财年, 新东方在线面向大学生、成人的在线教育业务营收为 6.31 亿元, 同比增长 36.5%, 针对小学至高中的 K12 在线教育业务营收为 1.59 亿元, 同比增长 80.8%。(鲸媒体)

【动态】朴新教育 2019 财年 Q2 净收入 6.33 亿, 净亏损收窄

朴新教育公布截至 2019 年 6 月 30 日的第二季度财报。财报显示, 其净收入为 6.33 亿元, 同比增长 19.1%; 增长源于入学人数的增加所致, 由去年同期的 51.99 万人增加 39.5% 至 72.51 万人。成本为 3.33 亿元, 同比增长 15.3%; 主要是教学人员的薪酬增加所致。2019 年第三季度, 朴新教育预计净收入在人民币 9.375 亿元至人民币 9.710 亿元之间, 同比增长 40% 至 45%。(鲸媒体)

【动态】21 世纪教育公布 2019 年中业绩, 利润同比增长 72.5%

21 世纪教育公布了 2019 年上半年业绩, 收入 1.19 亿元, 同比增长 16.7%; 毛利为 6504.9 万元, 同比增长 31.4%; 利润为 5053.8 万元, 同比增长 72.5%, 经调整纯利为 5053.8 万元, 同比增长 27.0%。公司收入主要来自学校向学生取的学费 (包括辅导费) 及住宿费及向四方学院西校区提供服务所得的学院运营服务收入。报告期内, 收入增长主要是由于 (1) 就读学生人数及平均学费增加; (2) 收购新天地线使收入增加。(鲸媒体)

【动态】21 世纪教育与中海软银共同设立 30 亿元教育产业基金, 重点投资素质教育

21 世纪教育发布公告, 与中海软银投资管理有限公司就教育行业的并购基金订立战略合作协议, 双方将共同设立教育产业基金, 总额为人民币 30 亿元。根据协议, 21 世纪教育将与中海软银建立“产融结合”模式, 利用自身在教育方面的资源展开投资并购, 并通过该基金, 进一步延伸及整合集团产业链。本次双方成立偏重于素质教育投资并购的基金, 目的在于实现产业与资本联动, 发挥各方在教育方面的资源协同优势, 捕捉优质教育项目, 持续开展围绕 21 世纪教育发展战略布局的投资、并购活动。(鲸媒体)

【融资】“一起求职”完成千万元 A 轮融资

9月3日，大学生求职服务平台一起求职完成千万人民币 A 轮融资，本轮融资由茂榕投资领投、涌铎投资跟投，主要用途在布局学校合作以及课程内容研发。一起求职此前还曾获得涌铎投资的千万元 Pre-A 轮融资。（鲸媒体）

【融资】印度在线培训公司 Vedantu 获 C 轮 4200 万美元融资，好未来跟投

8月29日，印度在线教育公司 Vedantu 宣布完成 C 轮 4200 万美元融资，Tiger Global 与 WestBridge Capital 领投，老股东 Accel、Omidyar India 和中国教育公司好未来跟投。Vedantu 创立于 2014 年，主要向印度 6 至 12 年级学生提供在线 1 对 1、1 对多辅导课程，形式以录播课和直播互动课为主，其中很多录播课用户可以免费观看。Vedantu 的营收方式是用户付费订阅直播互动课。（鲸媒体）

【融资】豌豆思维完成数亿元 B 轮融资，新东方、喜马拉雅投资入局数学思维赛道

9月3日，在线少儿数学思维教育品牌豌豆思维宣布完成 B 轮融资，融资额达数亿人民币。本次融资由新东方集团联合新东方产业基金领投，喜马拉雅、DCM、创新工场等机构跟投。此次融资将主要用于教学教研升级、产品技术研发等方面。豌豆思维成立于 2016 年，专注 3-8 岁少儿在线数学思维、专注力以及学习习惯的培养。自 2018 年 8 月转型线上以来，豌豆思维始终保持着每月 100% 的营收增速，今年 5 月，豌豆思维的线上单月营收已达到 2800 万，与上线首月 30 万相比增长近 100 倍。（芥末堆）

【融资】少儿编程教育平台西瓜创客完成 1.5 亿 B 轮融资

8月29日，西瓜创客会宣布完成 1.5 亿的 B 轮融资。本轮融资由新东方教育文化产业基金领投、赛富投资基金和泛海创投跟投，老股东红杉资本中国基金、经纬中国、百词斩追加投资，光源资本担任本轮融资的独家财务顾问。西瓜创客发布了“X 计划”战略，将以 AI、大数据为抓手，用科技促进课程研发、教学服务和学习体验迭代升级。本轮融资也将用于进一步完善 L.E.A.P 课程体系、推动基于“AI+大数据”的学习评估和教学智能辅助系统升级，构建精细化运作的活跃社区。（鲸媒体）

【融资】在线少儿素质教育品牌河小象获投 2 亿人民币 B 轮融资

在线少儿素质教育品牌河小象获投 2 亿人民币 B 轮融资，该轮融资由好未来、BAI 贝塔斯曼亚洲投资基金、创新工场共同领投，上一轮融资方元璟、亦联、金沙江、志拙资本等跟投。河小象将继续聚焦“大语文”核心产品，此轮融资主要用于教师队伍扩充、教学研发及产品 AI 技术升级。（鲸媒体）

【融资】火花思维宣布完成新一轮 8500 万美元融资，将继续在教研教学上加大投入

8月26日，在线数理思维教育领导品牌火花思维宣布获得 8500 万美金新一轮融资，此轮融资由知名海外基金 GGV 纪源资本和 KKR 领投，华兴资本作为财务顾问，红杉资本中国基金、IDG 资本、北极光创投、山行资本、光速中国、龙湖资本及金沙江创投等老股东继续跟投。此轮融资是截至目前国内数理思维赛道最大的一笔融资。融资金额将继续投入教研教学开发、产品内容升级、创新技术研发等方面，将会推出更多激发孩子学习兴趣的课程产品。（鲸媒体）

【融资】久趣英语完成数亿元 C1 轮融资，由百度领投、深创投前海母基金跟投

8月23日，在线少儿英语品牌久趣英语宣布完成数亿元 C1 轮融资。本轮融资由百度领投，深创投、前海母基金跟投，穆棉资本担任独家财务顾问。C1 轮融资将主要用于加大人才储备，进一步提升久趣英语在产品研发、教学体验及服务质量等方面的优势，加速新兴渠道布局、尤其是下沉市场的开拓。（鲸媒体）

【融资】 教育科技公司“十牛校园”宣布已完成千万元级战略融资

教育科技公司“十牛校园”宣布，已经完成千万元级战略融资，本轮融资的投资方为广东紫宸、珠海耀辉。此前，十牛校园曾于今年6月完成数千万元A轮融资，投资方为中广基金；于2017年9月，获得了创胜未来基金、番禺基金投资的1500万元pre-A轮投资。未来十牛校园将继续以安全为切入点，以大数据为导向提高教育服务的精准度，为全国学前教育和K12校园师生提供智慧校园解决方案。本次融资后，十牛校园将继续加码“人工智能+安全领域”的生态布局，通过多元的发展满足校方及家长的需求。（鲸媒体）

【融资】 优贝甜获千万级Pre-A轮融资，荟聚资本领投

在线少儿音乐教育品牌优贝甜完成了千万元Pre-A轮融资，由荟聚资本领投，北塔资本、定安得科技跟投，融资将主要用于课程研发、市场推广、运营团队扩招。此前，优贝甜曾于2017年8月获得北塔资本和蓝象资本的数百万元天使轮投资。目前，优贝甜单月营收在百万以上，兴趣课程和考级辅导各占总营收的50%。截至2019年8月，优贝甜的用户规模已达5000人，在读学员超千人，完课率达到97%。未来优贝甜将继续在课程研发、课堂音乐互动体验、教学服务等方面持续投入。（鲸媒体）

【融资】 锐学堂获数千万A轮融资，布局智慧教育领域

8月19日，智慧课堂品牌锐学堂宣布获得好未来数千万元A轮战略融资。本轮融资将用于吸纳研发、教科研的高级人才，完善课程资源体系，增强产品深度互动、大数据挖掘与人工智能等方面的研发。锐学堂是好未来在“AI+教育”领域投资的又一教育企业。（鲸媒体）

【融资】 拓课云完成数千万元A1轮融资，深圳前海与君资本领投

8月8日，在线教育全场景解决方案供应商、实时音视频应用服务商拓课云宣布已完成数千万元A1轮融资，本轮融资由深圳前海与君资本领投，高思教育、水木清华校友基金、英诺天使基金跟投。新一轮资金将主要用于核心技术的持续投入、产品服务的升级迭代和市场推广。拓课云在目前已初步打通的语言培训、艺术培训、STEAM教育、K12学科教育等垂直领域外，团队将重点拓展职业教育服务场景。同时，拓课云还将面向三四线的中小型教育机构进行重点推广，并计划在今年于下沉市场中获得上千家付费客户。（鲸媒体）

4. 重点公司业绩预测与投资评级

表 6: 教育板块重点公司业绩预测 (股价和市值对应日期为 2019 年 9 月 5 日)

板块	股票简称	收盘价	总市值 (亿元)	PE (倍)		EPS (元/股)		净利润 (亿元)		净利润增速	
				2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
A 股	中公教育	16.17	997	63	47	0.26	0.34	15.80	21.01	37.0%	33.0%
	立思辰	9.81	85	28	24	0.35	0.40	3.04	3.48	121.8%	14.3%
	科斯伍德	9.87	24	25	21	0.39	0.47	0.95	1.14	239.3%	20.0%
	凯文教育	7.62	38	55	24	0.14	0.32	0.70	1.60	171.2%	128.8%
	昂立教育	19.52	56	30	24	0.66	0.81	1.88	2.32	170.5%	23.3%
	百洋股份	5.95	24	9	8	0.63	0.76	2.50	3.00	337.5%	20.0%
	开元股份	9.99	34	21	17	0.47	0.57	1.62	1.98	64.6%	21.8%
	三爱富	9.83	44	19	15	0.53	0.64	2.36	2.86	-56.5%	20.8%
	盛通股份	4.81	26	17	14	0.28	0.34	1.51	1.84	21.6%	22.0%
	美吉姆	12.76	75	44	38	0.29	0.33	1.70	1.97	439.1%	16.0%
	三盛教育	11.92	45	30	25	0.39	0.49	1.47	1.82	29.2%	23.8%
	威创股份	4.59	42	21	18	0.22	0.26	1.96	2.37	23.7%	20.9%
	佳发教育	26.20	70	34	24	0.78	1.09	2.07	2.92	67.0%	40.9%
	科大讯飞	34.75	765	85	56	0.41	0.63	9.05	13.76	66.9%	52.1%
	视源股份	88.44	580	44	32	2.02	2.75	13.21	18.05	31.6%	36.6%
	鸿合科技	59.23	81	20	17	2.93	3.46	4.02	4.75	19.6%	18.2%
世纪鼎利	5.74	31									
港股	宇华教育	4.30	141	25	22	0.17	0.20	5.61	6.55	5.7%	16.8%
	睿见教育	3.59	73	18	14	0.20	0.25	4.08	5.11	31.4%	25.2%
	新高教集团	3.50	54	16	14	0.21	0.25	3.27	3.84	34.9%	17.4%
	民生教育	1.39	56	15	14	0.09	0.10	3.62	3.93	8.6%	8.6%
	成实外教育	2.20	68	13	11	0.17	0.20	5.21	6.03	46.3%	15.7%
	枫叶教育	2.57	77	12	9	0.21	0.28	6.41	8.34	18.1%	30.1%
	中教控股	11.32	229	34	31	0.33	0.37	6.65	7.39	12.7%	11.2%
	中国新华教育	2.76	44	13	12	0.21	0.23	3.36	3.72	31.2%	10.6%
	卓越教育集团	1.75	15	10	8	0.18	0.23	1.55	1.91	182.7%	23.2%
	新东方在线	12.40	116	110	91	0.11	0.14	1.06	1.27	29.0%	19.9%
	网龙	19.46	103	12	10	1.66	1.94	8.78	10.28	60.8%	17.1%
	思考乐教育	6.25	35	36	28	0.17	0.22	0.97	1.25	33.8%	29.0%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心 注: 昂立教育、三盛教育、威创股份、睿见教育数据来源于 Wind 一致预期

5. 投资建议

上月我们组织了教育峰会, 聚焦教育政策及各细分方向。

1. 政策方面, 基础教育阶段的改革核心是“两普及、一均衡”, 即学前教育基本普及, 高中教育(包括普通高中、职业高中两类)基本普及, 义务教育优质均衡发展; 高等教育的政策, 是提出“双一流”提质量, 即建一流学科、一流大学。
2. 政策改革的背景下, 课外培训机构整体增速会放缓, 历经 20 年的繁荣, 未来趋势上仍然持续, 包括同步辅导等业务, 但预计不会呈现过往的陡线增长; 在新的环境、新的竞争下会有新的王者, 核心是内容或发展模式的创新。
3. 国际学校的数量每年都在增加, 但增速放缓, 集团化办学机构存在洗牌现象。
4. 素质教育迎来天时地利人和共振的阶段: 1) 5-14 岁少儿的家长经济能力强, 受教育程度较高, 对素质教育有渴求; 16-19 岁艺考的家长对升一所好大学的诉求强; 2) 写字楼租金下降、地方上均支持文创项目、素质教育聚集人气故受商业综合体支持; 3) 教育政策的引导

下，孩子们有更多时间进行美术、音乐、舞蹈、表演等学习；各大艺术院校优秀毕业生陆续流向素质教育领域。

5. 自主选拔与新高考改革的核心诉求是一致的，自主选拔多元录取的趋势是持续向上的；综合素质评价强调了五大素质，要求有社会实践、思想品德、艺术素养、学业水平、身心健康。

6. 职业教育最近十年发展迅速，投资办学、职业培训、第三方教育服务是社会投资参与职业教育的三个主要途径；新增的投资机会主要来自于产教研融合服务与现代服务业人才供给方面。

7. 相较国外，中国人工智能教育处于早期，以“智适应系统”为例，教育科技包括三个层级：
1) 学习地图与内容地图；2) 学习数据存储以及推荐系统；3) 实时数据交互。

我们看好教育产业的稳健性及长期发展空间，建议关注五条主线：(1) 职业教育：中公教育、洪涛股份、开元股份、百洋股份、中国东方教育；(2) 高等教育：中教控股、民生教育、中国新华教育、新高教集团；(3) 基础教育：枫叶教育、成实外教育、凯文教育、立思辰、科斯伍德；(4) 幼教：美吉姆、威创股份、和晶科技；(5) 教育信息化：佳发教育、科大讯飞、视源股份、鸿合科技、网龙。

6. 风险提示

费用率持续上行的风险、行业规范整顿的落地执行带来短期冲击的风险。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

焦娟、苏多永、刘文正、陈冠呈、杜一帆声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034