

教育行业：K12龙头在行业机遇与挑战下的选择

2019年11月05日

看好 / 维持

社会服务 / 行业报告

——“不一样的财报解读”系列之2019年三季度报

研究员	张凯琳	电话：010-66554087	邮箱：zhangkl@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480518070001
研究助理	王紫	电话：010-66554104	邮箱：wangzi@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480118060012

投资摘要：

当下的 K12 培训行业正面临机遇与挑战：

- ◆ **行业规模不断扩大，渗透率仍有很大空间。** 未来下线市场潜力更大。一方面，三四线城市培训机构布局少，课外培训渗透率低。另一方面，随着中产阶级占比的提升，三四线城市付费能力不断增强。
- ◆ **政策监管趋严，优胜劣汰下利于龙头市占提升。** 教育部等相关部门发布多份文件规范校外培训行业以及在线培训行业，合规成本的提升对小型培训机构的现金流带来很大挑战，此时龙头机构的优势显现，承担风险的能力更强。在这种优胜劣汰的市场环境下，将呈现强者恒强的局面。
- ◆ **在线教育等新经济下的教育企业进入下半场，行业资源开始向头部聚拢。** 从 2012 年起，在线教育开始成为资本进入的风口，行业经历了大量玩家涌现、不断烧钱、过度营销的野蛮生长阶段，2015-2017 年大量以在线教育为主的教育领域新经济公司开始倒闭，行业竞争开始进入下半场，资金、人才资源、客户资源开始逐步向头部公司聚拢，未来两年将是在线教育行业格局初步形成的重要时段。
- ◆ **互联网巨头纷纷布局教育，给传统教育企业带来压力。** 在互联网行业逐渐从 2C 端向 2B 端延伸的时候，教育成为重点发展的领域之一。互联网基因带来的流量与技术积累成为其进入教育行业的优势，这也将搅动未来教育培训行业格局，行业的竞争者不再仅是教育企业，这些互联网巨头或将占据一席之地。

在行业旺季，作为行业龙头的新东方与好未来都交出了一份不错的财报，但却可以看出二者正在走向两个不同的道路。

- ◆ **坚持技术驱动教育进步，好未来在上季度录得近 40% 的营收同比增长。** 在线培训市场进入流量之战，公司大量投入营销费用抢占市场。此外，公司通过大量早期投资进行产业布局，此前投资产生的减值损失影响了当期利润。但我们认为，公司目前战略符合行业未来趋势，短期亏损也是其必经的阶段。
- ◆ **定位教育科技集团，新东方秉承教育为本，科技为辅，发展相较而言更加平稳。** 没有在线业务需要大量资金投入抢占市场，新东方进行稳步下沉扩张，提升管理效率，净利率不断提升。

投资建议：从整体教育行业来看，我们延续此前一贯的观点，在教育各个细分板块中，首先看好高等教育与职业培训板块。民办大学在高职扩招和高等教育渗透率不断提升背景下，行业规模不断扩大，各民办高校集团依靠并购持续加速增长。持续看好行业领先企业中教控股、新高教集团。职业培训客户群体更为广泛，在国家大力推动职业教育发展的政策下行业未来发展前景广阔。其中，中公教育在招录考生领域具有绝对领先地位，教师招录成为拉动公司营收的重要增长极，公司依靠研发体系不断拓宽护城河，未来潜力巨大。

风险提示：出现超预期政策，行业恶性事件发生，高校并购整合不及预期，职教政策落地不及预期。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		
中公教育	0.22	0.27	0.39	0.51	90.9	72.9	51.8	39.0	48.6	强烈推荐
中国东方教育	0.10	0.38	0.51	0.63	72.64	40.1	29.8	23.8	5.9	未评级
中教控股	-	0.35	0.45	0.47	-	30.3	23.9	22.9	3.2	未评级

资料来源：公司财报、Wind，东兴证券研究所

目 录

1. K12 培训行业的机遇与挑战	3
1.1 把握下沉市场机遇，政策趋严强者胜	3
1.2 在线教育白热化，资源开始向头部聚拢	3
1.3 资本不断注入，互联网巨头入局挑战行业格局	4
2. 行业龙头在做什么	5
2.1 下沉扩张	6
2.2 营销获客	7
2.3 投资布局	8
3. K12 培训行业未来与投资建议	8
4. 风险提示	9
相关报告汇总	10

插图目录

图 1：我国 2017 年各年龄段学生课外培训参培情况	3
图 2：我国中产阶层在各线城市的占比	3
图 3：在线教育市场规模及增长率	4
图 4：教育行业新经济公司关闭数量	4
图 5：国内一级市场教育行业投资事件	4
图 6：教育行业上市及融资情况	4
图 7：新东方与好未来各季度收入及同比增速	5
图 8：新东方与好未来各季度净利润及同比增速	5
图 9：新东方 FY2020Q1 各项业务收入同比增速	6
图 10：好未来 FY2020Q2 各项业务收入同比增速	6
图 11：新东方与好未来各季度教学中心数量	7
图 12：新东方三项费用率	7
图 13：好未来三项费用率	7
图 14：新东方与好未来各年投资项目数量对比	8
图 15：新东方与好未来投资金额对比	8

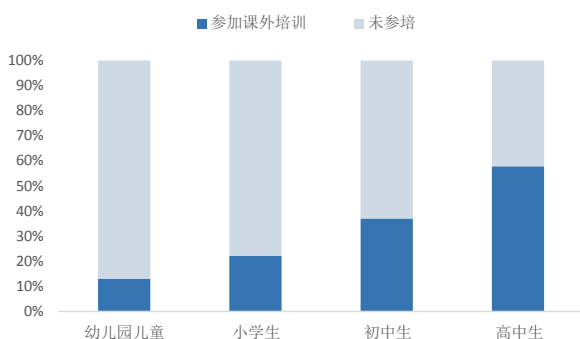
1. K12 培训行业的机遇与挑战

1.1 把握下沉市场机遇，政策趋严强者胜

行业规模不断扩大，渗透率仍有很大空间。由于过去几年行业进入门槛较低，市场需求大，预付费的模式下现金流较好，因此众多机构纷纷进入课外培训市场。根据弗若斯特沙利文报告，截至 2018 年底，我国 K12 课外培训市场规模已经达到 5600 亿元。从德勤提供的 2017 年的数据来看，大约有 12.7% 的幼儿园儿童，21.9% 的小学生，36.8% 的初中生以及 57.8% 的高中生参与课外培训课程，行业渗透率仍有很大提升空间。2016 年全面二胎政策开始正式实施，由于更低的生活成本，三四线城市的响应强于一二线城市，为未来 K12 教育行业的增长再添动力。

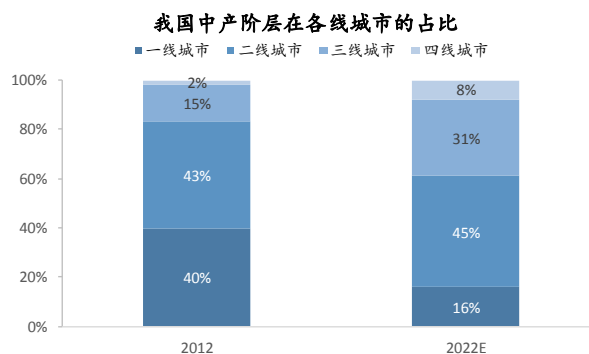
未来下沉市场潜力更大。一方面，三四线城市培训机构布局少，课外培训渗透率低。我国线下 K12 课外培训机构大多分布在沿海发达省份和一、二线城市，而在拥有大量 K12 阶段人群的二、三线城市，培训机构相对缺乏。另一方面，三四线城市付费能力增强。未来我国三四线城市的中产阶级数量将有显著增长。根据中国产业信息网数据，我国中产阶级占比将大幅度提升，预计 2022 年达到 81%。其中，我国三、四线城市的中产阶级占比预计将由 2012 年的 17% 增长至 2022 年的约 40%。由于三四线的孩子未来同样需要与一二线的孩子竞争，可支配收入的提升将显著拉动其教育付费水平。

图 1：我国 2017 年各年龄段学生课外培训参培情况



资料来源：德勤，东兴证券研究所

图 2：我国中产阶级在各线城市的占比



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

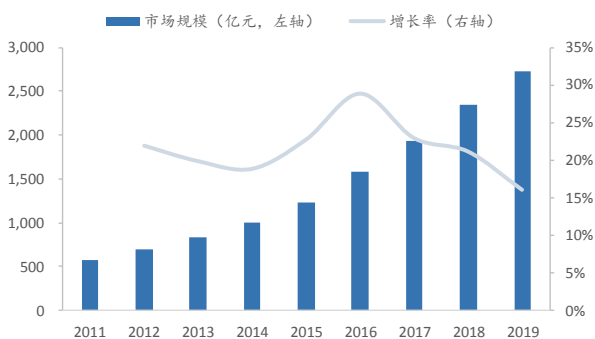
政策监管趋严，优胜劣汰下利于龙头市占提升。2018 年以来，教育部等相关部门发布多份文件规范校外培训行业以及在线培训行业，对培训场地、缴费额度、补习时间等做出要求。行业监管趋严，企业合规成本提升。新政要求单次收费覆盖时长不得超过 3 个月，小型培训机构无法通过提前预收大量学费来覆盖前期费用。另外，很多小机构本身在场地、教师资质等方面的合规程度就不及大机构，若因为相关问题被要求停课整改，企业现金流将面临更大压力。此时龙头机构的优势显现，在行业不断加强规范性的时候，一些经营不善的小机构面临被市场淘汰的风险，而龙头机构往往现金流更加稳健、各种班型和课程种类的组合更加丰富，因此承担风险的能力更强。在这种优胜劣汰的市场环境下，将呈现强者恒强的局面，也正是龙头企业提升市占率的绝佳机会。

1.2 在线教育白热化，资源开始向头部聚拢

在线教育等经济下的教育企业进入下半场，行业资源开始向头部聚拢。从 2012 年起，在线教育开始成为资本进入的风口，行业经历了大量玩家涌现、不断烧钱、过度营销的野蛮生长阶段，2015-2017 年

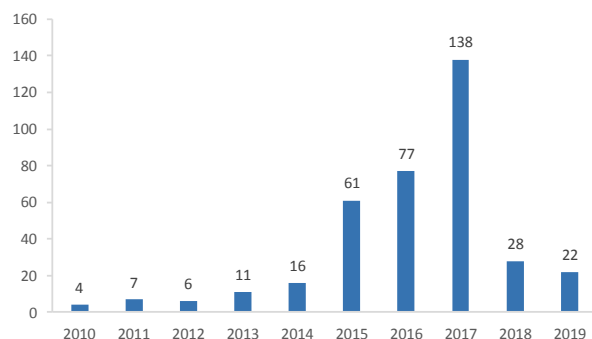
大量以在线教育为主的教育领域新经济公司开始倒闭，行业竞争开始进入下半场。根据艾瑞的数据，2018 年在线教育的市场规模达到 2351 亿元，预计 2019 年将达到 2727 亿元，增长率约 16%。在线市场规模仍在不断扩大，而资金、人才资源、客户资源开始逐步向头部公司聚拢，未来两年将是在线教育行业格局初步形成的重要时段。

图 3：在线教育市场规模及增长率



资料来源：iResearch，东兴证券研究所

图 4：教育行业新经济公司关闭数量



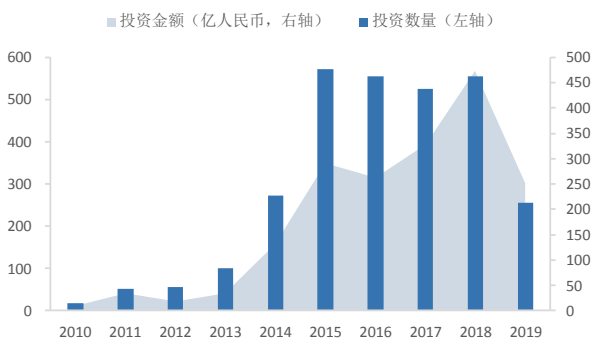
资料来源：IT 桔子，东兴证券研究所

K12 在线教育市场的头部阵营逐渐聚焦。新东方在线、学而思网校背靠新东方和好未来老牌教育机构的资源和品牌效应，加上线下的导流，具有品牌和协同优势。但近年来作业帮、猿辅导等背靠大资本方或互联网巨头的在线培训平台开始崛起，这些从拍照搜题等工具类 APP 起家的用户平台依靠免费、低价聚拢了大量用户基础，在线上教育市场极具竞争力。2019 年暑期，中国在线教育的招生规模首次突破 1000 万人次，占到在校学生数的 5.6%。

1.3 资本不断注入，互联网巨头入局挑战行业格局

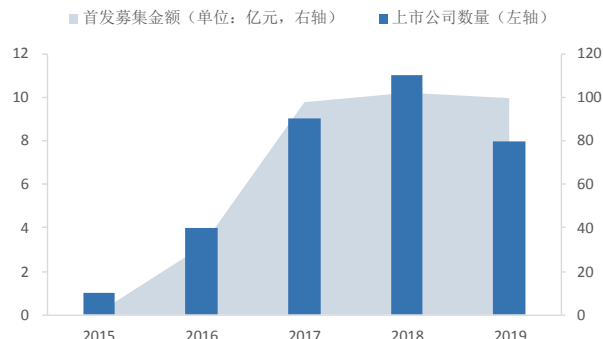
在资本市场，教育行业持续火热。根据 IT 桔子数据，在 2015-2018 年我国教育行业一级市场投资每年持续发生 500 起以上，而每年的总投资金额不断增长，说明部分投资开始进入较后期阶段，单笔投资规模提升。同时，2015 年至今已有 33 家教育企业在 A 股、港股或美股上市，累计涉及融资金额超过 300 亿元人民币。其中，2019 年至今已经有 8 家教育公司上市，募集金额近 100 亿元人民币。

图 5：国内一级市场教育行业投资事件



资料来源：IT 桔子，东兴证券研究所

图 6：教育行业上市及融资情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

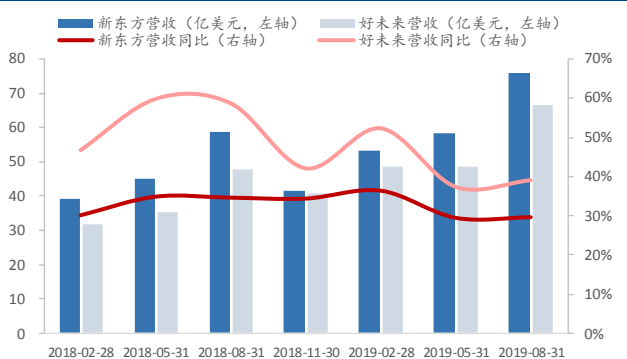
互联网巨头纷纷布局教育，给传统教育企业带来压力。在互联网行业逐渐从 2C 端向 2B 端延伸的时候，教育成为重点发展的领域之一。互联网基因带来的流量与技术积累成为其进入教育行业的优势，这也将搅动未来教育培训行业格局，行业的竞争者不再仅是教育企业，这些互联网巨头或将占据一席之地。

- ◆ **腾讯**：2019 年 5 月腾讯推出了面向智慧教育领域的品牌“腾讯教育”，主打 to B 市场，主要目标是帮助教育企业、学校机构完成全面的数字化转型。此外，腾讯还逐步加大在教育领域的投资合作力度，投资了包括新东方在线、VIPKID、百词斩、猿题库、阿凡题等多个 K12 领域的公司。
- ◆ **字节跳动**：公司在 2018 年 5 月推出在线英语教育学习平台“gogokid”，在同年 12 月推出在线英语培训的“aikid”，19 年 5 月发布面向 k12 阶段的教育产品“大力课堂”，并投资 2000 万收购清北网校来对此进行基础性布局。公司还曾公开表示有推出教育硬件产品的计划。
- ◆ **阿里巴巴**：2018 年 1 月，阿里巴巴发布“互联网+校园”战略，帮助政府教育系统接入支付宝教育缴费平台；2019 年 3 月，钉钉发布针对教育领域的解决方案“未来校园”，通过整合钉钉软硬件优势，面向全国幼儿园及中小学提供数字化运营管理平台，推动教育资源共享。
- ◆ **网易**：2019 年 3 月，网易公司对教育板块进行业务调整，将网易杭州研究院的网易教育事业部并入网易有道。网易教育事业部运营的网易云课堂、卡搭编程、中国大学 MOOC 等产品成为网易有道的产品和服务补充。10 月，网易有道登陆美股，以在线课程为重要组成部分的智能学习业务正在为网易有道带来规模化营收。

2. 行业龙头在做什么

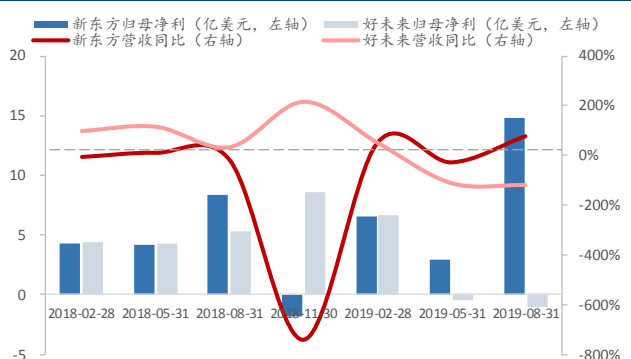
新东方发布的 2020 财年一季报和好未来发布的 2020 财年二季报时间是对应 2019 年第三季度的业务情况。总体来讲，新东方单季度实现营收 10.72 亿美元，同比增长 24.6%；单季度实现归母净利润 2.09 亿美元，同比增长 69.6%。好未来单季度实现营收 9.37 亿美元，同比增长 33.8%；单季度实现净利润亏损 1440 万美元，同比下降 118.7%，连续两个季度录得亏损。

图 7：新东方与好未来各季度收入及同比增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 8：新东方与好未来各季度净利润及同比增速



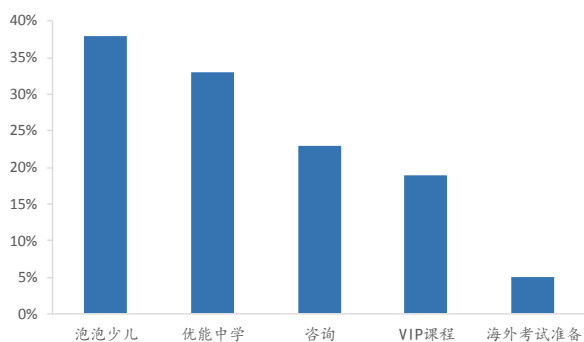
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

分业务来看，新东方优能中学收入同比增长 33% (USD) /38% (RMB)，入学人数同比增长 65%。泡泡少儿英语收入同比增长 38% (USD) /44% (RMB)，入学人数同比增长 70%。海外考试准备业务收入同比增长 5% (USD) /10% (RMB)。咨询业务收入同比增长 23% (USD) /28% (RMB)，VIP 课程收入同比增长 19% (USD)

/24% (RMB)。

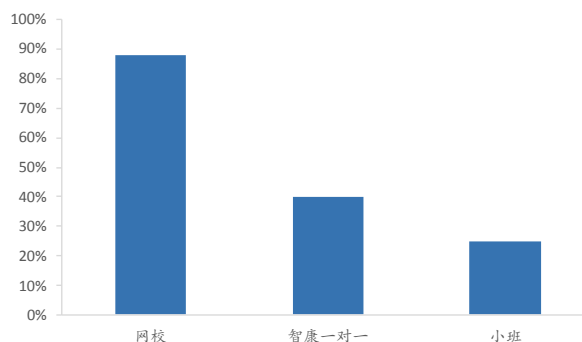
好未来小班课程（包括学而思培优、励步、摩比等）占总收入 76%，收入同比增长 25% (USD) /30% (RMB)，其中学而思培优线下课程收入增长 12% (USD) /16% (RMB)，长期正价课程学生人数增长 12%，培优在线课程收入同增 192% (RMB)，长期正价课学生人数占学而思培优的 20% (上年同期 9%)。智康一对一营收同比增长 40% (USD) /46% (RMB)。学而思网校营收同比增长 88% (USD) /94% (RMB)，人数增长 134%。

图 9：新东方 FY2020Q1 各项业务收入同比增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 10：好未来 FY2020Q2 各项业务收入同比增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

好未来于 2018 年宣布战略转型，重新梳理业务方向。定位公司为一个“以智慧教育和开放平台为主体，以素质教育和课外辅导为载体，在全球范围内服务公办教育，助力民办教育，探索未来教育新模式的科技教育公司。”秉持着“用科技推动教育进步”的理念，公司 2019 年进一步转向多元化教育服务模式，同时推进包括线下学习中心网络，在线业务以及其他以智慧教育和开放平台为主的教育计划和项目。**现阶段，好未来的线下业务不断向下沉市场发展，同时不断增加营销投入以扩大市场份额。**公司未来不会只追求高收入增长速度，更重要的是要以健康和可持续的方式实现稳步增长。

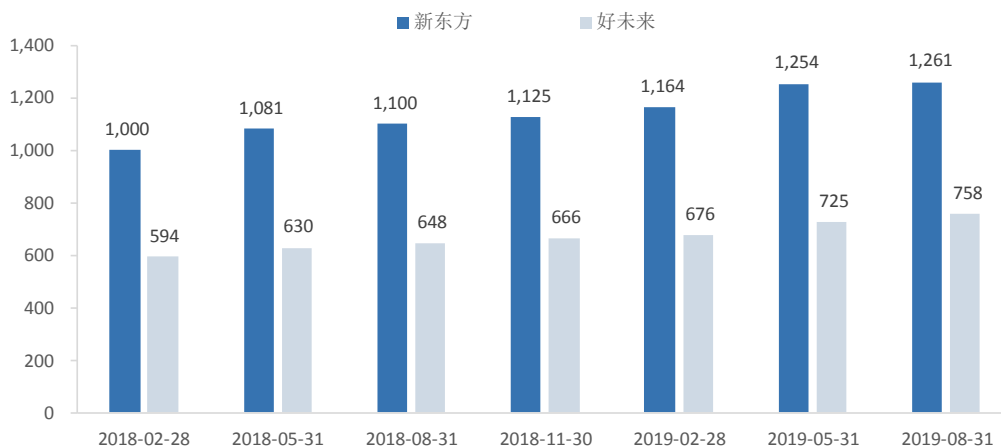
相较于好未来在线上教育的大量投入，将在线板块分拆上市的新东方把重点放在了线下业务的扩展。通过进一步激发三、四线城市和偏远地区的用户需求，向下沉市场快速扩张，并在一些省份的二线城市推出双师模式学校，目标在 2020 财年增加约 20% 的容量。另外，新东方推动内部调整变革。2019 年初，提出要推动标准化、流程化、系统化的“三化”改革，从产品内容、学生招新、教师培训到店面管理、组织架构上进行调整优化，以实现成本控制，提高运营效率。

2.1 下沉扩张

双方的线下教学中心扩张都在持续扩张。新东方截至 2019 年 08 月底共有学习中心 1261 个，单季度新开 7 个，相比上年同期增加了 161 个。好未来在 69 个城市共设有 758 个教学中心，单季度新开 33 个，在过去的六个月中新进入了 13 个城市，合计新增了 82 个教学中心。

向下沉市场扩张是两家龙头企业共同的策略。对比两家的线下扩张，新东方品牌相对成熟，其在市场的扩张比较稳妥保守。好未来则显得更为激进，努力追赶以争取更高的市场份额。

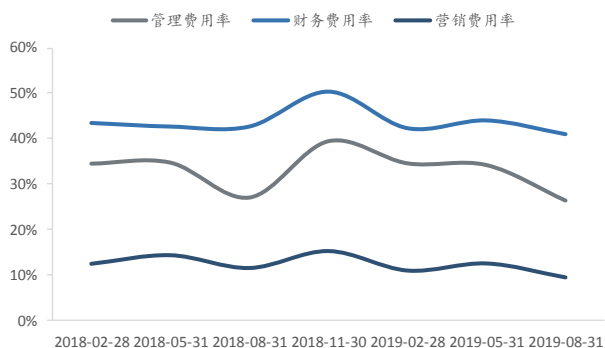
当下的教育市场，尤其在低线城市呈现出较为分散、小型机构居多的分散情况。类似好未来、新东方这样的头部企业的进入势必意味着更多的机会。目前两家线下教学点多分布在北上广及一二线城市，并且正快速往更多城市扩展，包头、邯郸等低线城市逐渐变成两家想要争取的市场。

图 11：新东方与好未来各季度教学中心数量


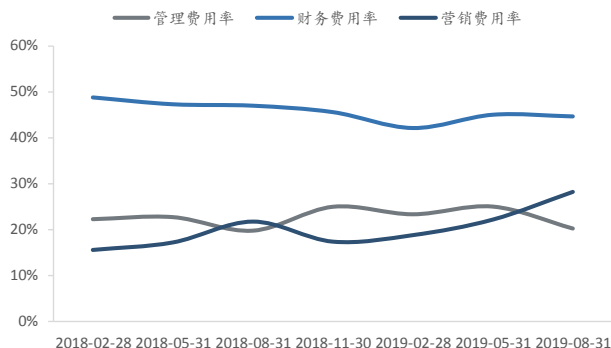
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.2 营销获客

新东方与好未来在营销费用方面走上不一样的方向。由于拆分了在线业务，新东方的营销费用率小幅收窄，单季度市场营销支出为 1.0 亿美元，营销费用率 9% 较上年同期下降 3 个百分点。与此同时，好未来将学而思网校业务成为发展重点，公司单季度营销费用 2.6 亿美元，营销费用率达 28%，较上年同期提升 6 个百分点。

图 12：新东方三项费用率


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 13：好未来三项费用率


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

销售费用率的大幅增长是好未来净利润持续亏损的主要原因之一。2019 年的这个暑假，在线培训市场的流量争夺之战全面爆发，学而思网校、猿辅导和作业帮等近十家企业总计投入了 40-50 亿元人民币用于市场营销活动。当前在线培训行业处于几大头部公司抢夺市场的阶段，大量营销投入获客从而稳固、扩大市场份额，是当前行业玩家制胜的必然选择。

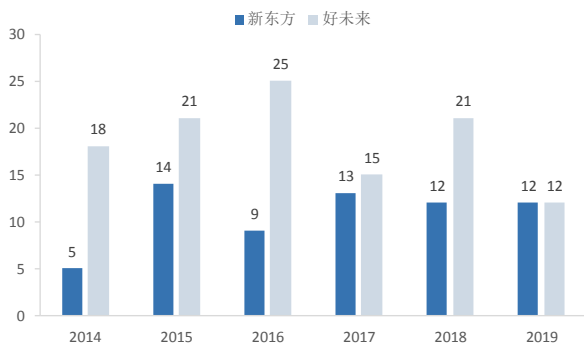
2.3 投资布局

好未来的长期投资减值损失是净利润亏损的另一个主要原因。第二季度好未来长期投资减值损失 5.42 亿美元，相比去年同期为 0。新东方当季度长期投资减值损失为 0.11 亿美元，相比去年同期为 0.47 亿美元。

从投资领域来看，两家公司未来的投资主体仍是教育行业，技术驱动的平台逐渐成为投资重点，垂直领域的教育相关公司也被纳入投资版图。2014 年至今好未来在教育领域的投资共计 40.5 亿元，占到了投资总额的 84.7%。除了 DaDa 英语、海风教育等培训企业外，宝宝树、果壳、妈妈帮以社交网络和流量为主要特点的企业也占据了好未来投资版图的重要部分。除此外，好未来也投资了校长邦、母婴行业观察等教育行业垂直媒体。新东方的投资领域更为广泛，除了教育行业为主要板块外，还涉及了房产服务、文化传媒、企业服务和电子商务等诸多领域。

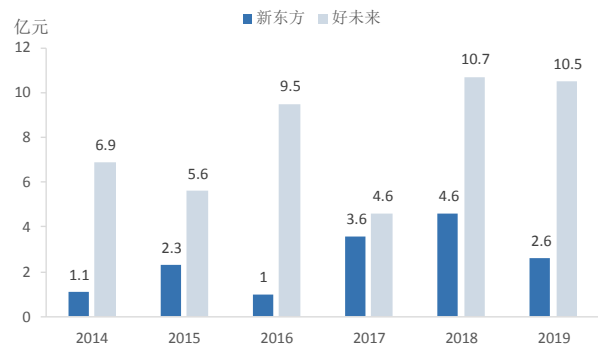
近年来好未来不断加大投资额度，整体上每年的投资数量和金额上都多于新东方，从 2014 年至今累计参与了 112 起教育投资项目。在风险较高的早期投资阶段，高风险高收益是必然结果，前期的大量投资带来一定的减值损失，是在此前可以预计的范围之内，但同样一些优秀项目的投资也会给公司未来带来更大收益。

图 14：新东方与好未来各年投资项目数量对比



资料来源：IT 桔子，东兴证券研究所

图 15：新东方与好未来投资金额对比



资料来源：IT 桔子，东兴证券研究所

3. K12 培训行业未来与投资建议

当下的 K12 培训行业正面临机遇与挑战：

- ◆ 行业规模不断扩大，渗透率仍有很大空间。未来下线市场潜力更大。一方面，三四线城市培训机构布局少，课外培训渗透率低。另一方面，随着中产阶层占比的提升，三四线城市付费能力不断增强。
- ◆ 政策监管趋严，优胜劣汰下利于龙头市占提升。教育部等相关部门发布多份文件规范校外培训行业以及在线培训行业，合规成本的提升对小型培训机构的现金流带来很大挑战，此时龙头机构的优势显现，承担风险的能力更强。在这种优胜劣汰的市场环境下，将呈现强者恒强的局面。
- ◆ 在线教育等新经济下的教育企业进入下半场，行业资源开始向头部聚拢。从 2012 年起，在线教育开始成为资本进入的风口，行业经历了大量玩家涌现、不断烧钱、过度营销的野蛮生长阶段，2015-2017 年大量以在线教育为主的教育领域新经济公司开始倒闭，行业竞争开始进入下半场，资

金、人才资源、客户资源开始逐步向头部公司聚拢，未来两年将是在线教育行业格局初步形成的重要时段。

- ◆ **互联网巨头纷纷布局教育，给传统教育企业带来压力。**在互联网行业逐渐从 2C 端向 2B 端延伸的时候，教育成为重点发展的领域之一。互联网基因带来的流量与技术积累成为其进入教育行业的优势，这也将搅动未来教育培训行业格局，行业的竞争者不再仅是教育企业，这些互联网巨头或将占据一席之地。

在行业旺季，作为行业龙头的新东方与好未来都交出了一份不错的财报，但却可以看出二者正在走向两个不同的道路。

- ◆ 坚持技术驱动教育进步，好未来在上季度录得近 40% 的营收同比增长。在线培训市场进入流量之战，公司大量投入营销费用抢占市场。此外，公司通过大量早期投资进行产业布局，此前投资产生的减值损失影响了当期利润。但我们认为，好未来的战略决策符合教育行业未来发展趋势，公司当前的投入是为了将来能够分得更大的市场份额，短期亏损也是其必经的阶段。
- ◆ 定位教育科技集团，新东方秉承教育为本，科技为辅，发展相较而言更加平稳。没有在线业务需要大量资金投入抢占市场，新东方进行稳步下沉扩张，提升管理效率，净利率不断提升。

从整体教育行业来看，我们延续此前的观点，各个细分板块首先看好高等教育与职业培训板块。我们曾提出民办教育发展方向要把握住两个方向：一是民办教育是对公办教育的补充，是为了满足多样性而存在，因此在公办教育相对空缺、国家投入较少的领域往往是民办教育的机遇所在，教育人群数量和优质资源缺口奠定市场需求。二是由于教育行业的公益性，虽然允许盈利性的存在，但教育质量与教育公平仍然是国家会给予把控的方向，尤其是正规学校教育部分，对于越低年龄段的教育把控会越严格。基于以上两点，民间资本在参与教育发展的过程中，在高等教育和职业培训两个领域拥有更大的发展空间。

- ◆ 民办大学在高职扩招和高等教育渗透率不断提升背景下，行业规模不断扩大，各民办高校集团依靠并购持续加速增长。虽然民促法实施条例尚未落地，行业情绪较为脆弱，受到任何政策相关的风吹草动都会带来市场波动，但行业基本面未变，国家对于社会力量参与教育发展的支持未变。持续看好行业领先企业中教控股、新高教集团。
- ◆ 职业培训的客户群体更为广泛，覆盖 18-45 岁人群，在国家大力推动职业教育发展的政策下行业未来发展前景广阔。其中职业资格考试龙头中公教育在招录考生领域具有绝对领先地位，教师招聘成为拉动公司营收的重要增长极，同时公司积极布局考研及其他资格考试培训，未来潜力巨大。

4. 风险提示

出现超预期政策，行业恶性事件发生，高校并购整合不及预期，职教政策落地不及预期。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	教育行业深度系列之一：找准定位，民办教育仍大有可为	2019-01-04
行业	教育行业深度系列之二：职业培训，经济转型与人口结构变化推动行业发展	2019-05-30
行业	教育行业政策点评：校外在线培训监管政策出台，行业规范下头部公司受益	2019-07-16
行业	教育行业政策点评：推动以教育为支撑的社会服务产业人才供给侧改革，利好职教板块发展	2019-10-10
公司	中公教育（002607.SZ）：公考回暖，前三季度归母净利润预增超70%	2019-10-15
公司	美吉姆（002621.SZ）：加速空白市场布局，定增加强利益绑定	2019-10-28

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016 年 1 月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于旅游、餐饮、免税及教育领域研究。

研究助理简介

王紫

对外经济贸易大学管理学学士，法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018 年 5 月加入东兴证券研究所，一年港股大消费及港股策略研究经验，目前专注于教育、餐饮、人力资源等社会服务行业研究。

陈欣怡

北京航空航天大学金融学硕士，2019 年 5 月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于旅游、餐饮领域研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。