

文化传媒

关注景气赛道：职业教育、K12 培训

2021 年 01 月 06 日

——教育行业 2021 年投资策略

行业评级：中性(维持)

分析师：顾静

执业证书：S1030510120007

电话：0755-83199599

邮箱：gujing@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告

核心观点：

- 1) 教育行业回顾：职业教育、K12 培训、在线教育市场表现较好。**
1、A 股：业绩受疫情负面影响逐渐淡化，职业教育、K12 培训涨幅居前。**2、港股：**民办学校受疫情影响有限，相关上市公司涨幅居前。**3、美股：**在线教育上市公司营业收入同比高增长，相关上市公司涨幅居前。
- 2) 职业教育：就业压力递增，将继续受益多项扩招。**
1、高校毕业生将持续创新高，加剧就业压力。2019-2030 年，预计 16-59 岁就业人口中大学生占比将从 19% 提升至 36%；**2、职业教育考试培训将受益各项扩招。**研究生：扩招创新高，仍有较大空间。2021 年全国硕士研究生考试报名人数高达 377 万人，同比增长 10.6%，再创历史新高。根据教育部数据，1956-2019 年，国内研究生毕业人数（含博士）合计 777.9 万人，在 25-64 岁人口中占比为 0.8%，远低于大多数经济合作与发展组织（OECD）及其合作伙伴国家平均水平（13%）。我们认为，随着中国经济的持续发展，对求职者能力要求提高，家长对教育投入增加，国内研究生占比较低，仍有较大扩招空间。**教师：报考人数创新高，还将进一步增长。**预计 2020 年教师资格证报考人数 1000 万人，同比增长 13.6%，将再次创新高。高校毕业生就业“百日冲刺”行动扩招教师 40 万。目前教育部只是对学科类的教师培训要求具有教师资格证书，并未对素质教育老师做出明确要求，预计随着素质教育的发展，政策也将做出进一步规范，教师资格证报考人数还将进一步增长；**公务员：国考 & 事业单位仍有扩招空间。**2020 年，国家公务员拟招录人员 2.41 万人，同比增长 66%。估计 2020 年省考整体扩招近 30%。按照全国 14 亿人口为基数，国内财政供养人员人口占比为 3.6%，相比美国占比较低。1959 年 1 月-2020 年 11 月，美国政府雇员占总人口比例从 4.6% 提升至 6.5%。**3、职业教育稳健增长，市场规模将超四万亿元。**根据弗若斯特沙利文数据，预测国内 2020 年非学历职业教育的市场规模为 4191 亿元，2017-2022 年复合增长率为 6.3%；**4、公考及事业单位招录培训赛道值得重点关注，建议关注职业教育招录培训龙头：中公教育（002607.SZ）。**
- 3) K12 培训：在线教育仍处良好发展阶段，OMO 模式成主流。**
1、K12 在线教育受益疫情推动，市场规模超千亿元。2021 年初，多地因疫情防控暂停中小学线下培训活动，也提出寒假期间各学校不安排线上教学活动，不得组织任何形式的集体补课，K12 培训机构在线教育业务将受益疫情防控常态化，仍处于良好的发展阶段。我们估计 2020 年 K12 在线教育渗透率为 23%，市场规模为 1266 亿元，同比增长 81%。2024 年 K12 在线教育渗透率将提升至 37%，市场规模为 2638 亿元，2019-2024 年复合增长率为 24.7%。**2、OMO 模式将成为 K12 培训主流。**随着用户使用习惯的改变，之前单纯的线下模式已经无法满足用户的多样化需求。加之政策监管趋严使得线下办学成本攀升，将科技赋能教育，OMO 线上和线下的融合发展模式已是未来教培行业的主流发展方向。建议关注在线教育业务发展良好的 K12 培训龙头：好未来（TAL.N）。
- 4) 风险提示：市场规模预测与实际不符、市场竞争风险。**

文化传媒与沪深 300 对比表现



行业数据

文化传媒	2020 年 Q3
综合毛利率 (%)	18.99
综合净利率 (%)	-50.89
行业 ROE (%)	-2.83
行业 ROA (%)	-0.02
利润增长率 (%)	-156.43
资产负债率 (%)	42.67
期间费用率 (%)	70.26
存货周转率 (%)	19.46

数据来源：Wind 资讯

请务必阅读文后重要声明及免责声明

目 录

一、 教育行业回顾：职业教育、K12 培训、在线教育市场表现较好	3
1.1 A 股教育上市公司	3
(1) 业绩受疫情负面影响逐渐淡化	3
(2) 职业教育、K12 培训涨幅居前	3
1.2 港股教育公司	5
(1) 民办学校业绩受疫情影响有限	5
(2) 民办学校上市公司涨幅居前	6
1.3 美股教育公司	7
(1) 在线教育上市公司营业收入高增长	7
(2) 在线教育上市公司涨幅居前	8
二、 职业教育：就业压力递增，将继续受益多项扩招	9
2.1 高校毕业生将持续创新高，加剧就业压力	9
2.2 职业教育考试培训将受益各项扩招	10
(1) 研究生：扩招创新高，仍有较大空间	10
(2) 教师：报考人数创新高，还将进一步增长	12
(3) 公务员：国考&事业单位仍有扩招空间	13
2.3 职业教育稳健增长，市场规模将超四万亿元	15
2.4 公考及事业单位招聘培训赛道值得重点关注	16
2.5 建议关注职业教育招录培训龙头：中公教育（002607.SZ）	17
三、 K12 培训：在线教育仍处良好发展阶段，OMO 模式成主流	20
3.1 K12 在线教育受益疫情推动，市场规模超千亿元	20
3.2 OMO 模式将成为 K12 培训主流	22
3.3 建议关注在线教育业务发展良好的 K12 培训龙头：好未来（TAL.N）	22
四、 风险提示	25
4.1 市场规模预测与实际不符	25
4.2 市场竞争风险	25

图表目录

Figure1 A 股教育上市公司合计营业收入及同比增速	3
Figure2 A 股教育上市公司合计归母净利润及同比增速	3
Figure3 A 股教育板块涨跌幅情况 (2020. 12. 31)	4
Figure4 A 股教育相关上市公司涨跌幅 (2020. 12. 31)	4
Figure5 近期公告中期财报的港股教育上市公司数据	5
Figure6 港股教育相关上市公司涨跌幅 (2020. 12. 31)	6
Figure7 近期公布财报的美股教育上市公司数据	7
Figure8 美股教育相关上市公司涨跌幅 (2020. 12. 31)	8
Figure9 国内高校毕业生人数及同比增速	9
Figure10 城镇新增就业人数及同比增速	9
Figure11 全国就业人员产业构成情况	9
Figure12 国内高校毕业生人数及同比增速	10
Figure13 2020 年考研报名人数再创新高	11
Figure14 2020 年招生人数及同比增速	11
Figure15 世界 OECD 国际及其伙伴国家硕士研究生人口比例 (25-64 岁)	12
Figure16 国内教师资格证报考人数及同比增速	13
Figure17 国考录取人数及同比增速	14
Figure18 事业单位招聘人数及同比增速	14
Figure19 2020 年各省省考扩招情况	14
Figure20 美国政府雇员总人口占比	15
Figure21 国内非学历职业教育市场规模及同比增速	15
Figure22 公务员招录培训学员总人数及参培率	16
Figure23 事业单位招聘培训学员总人数及参培率	16
Figure24 职业考试培训细分赛道及占比	17
Figure25 中国职业教育培训市场集中度	17
Figure26 公务员招录市场占有率 (2016 年)	17
Figure27 公务员招录市场占有率 (2017 年)	17
Figure28 中公教育业绩近三年保持较好增速	18
Figure29 中公教育营业收入及同比增速	18
Figure30 中公教育归母净利润及同比增速	18
Figure31 中公教育单季度营业收入及同比增速	19
Figure32 中公教育单季度归母净利润及同比增速	19
Figure33 中公教育毛利率、净利率及期间费用率指标	19
Figure34 在线教育相比传统教育的优势	20
Figure35 近期多地受疫情防控影响暂停中小学线下培训活动	20
Figure36 在线教育市场规模及同比增速	21
Figure37 K12 在线教育市场规模及渗透率预测	21
Figure38 OMO 模式分类及简介	22
Figure39 好未来单季度营销费用及同比增速	23
Figure40 新东方单季度营销费用及同比增速	23
Figure41 好未来单季度营业收入及同比增速	23
Figure42 新东方单季度营业收入及同比增速	23
Figure43 好未来单季度净利润及同比增速	24
Figure44 新东方单季度净利润及同比增速	24
Figure45 相关教育上市公司估值 (2020. 12. 31)	24

一、教育行业回顾：职业教育、K12 培训、在线教育市场表现较好

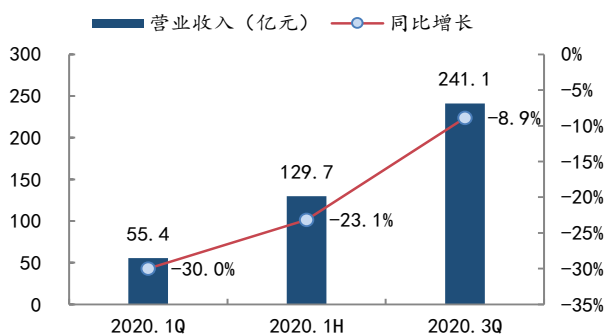
1.1 A 股教育上市公司

(1) 业绩受疫情负面影响逐渐淡化

受新冠疫情的影响，自 1 月 24 日起，全国各地培训机构陆续宣布，寒假线下培训课程暂停。从 5 月底，线下教育培训机构陆续恢复教学，业绩受疫情负面影响逐渐淡化。

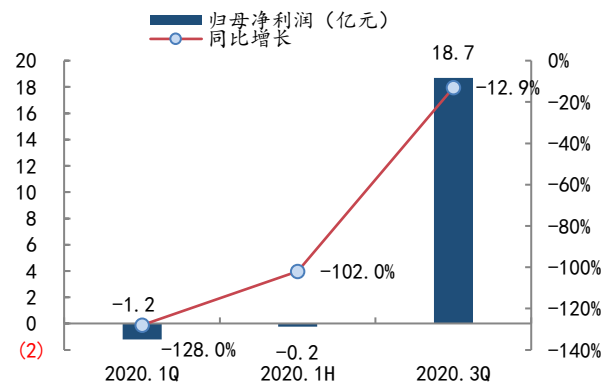
2020 年 3 季报 A 股 22 家教育上市公司合计实现营业收入 241.1 亿元，同比下降 8.9%，较上半年提高 14.3pct；合计实现归母净利润 18.7 亿元，同比下降 12.9%，较上半年提高 89.1pct，延续中报业绩下降幅度收窄趋势。

Figure1 A 股教育上市公司合计营业收入及同比增速



资料来源：wind，世纪证券研究所

Figure2 A 股教育上市公司合计归母净利润及同比增速

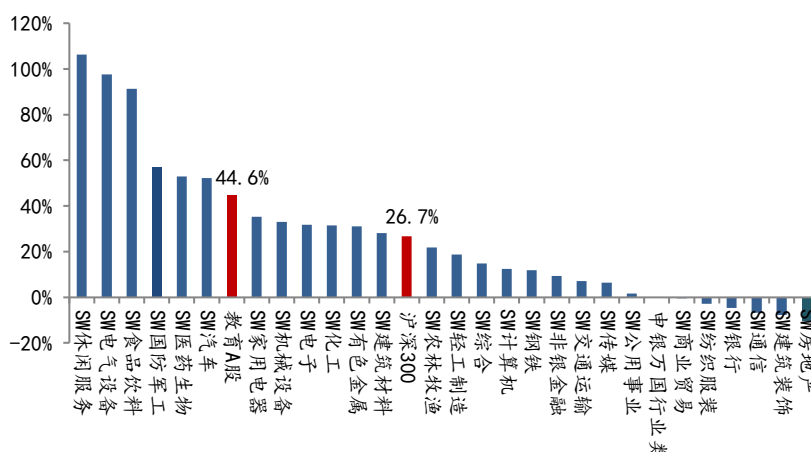


资料来源：wind，世纪证券研究所

(2) 职业教育、K12 培训涨幅居前

A 股教育板块强于大势。2020 年，我们统计的 A 股 22 家教育相关上市公司板块涨跌幅为 44.6%，在 A 股行业板块中排名第七，同期沪深 300 上涨 26.7%。

Figure3 A 股教育板块涨跌幅情况 (2020. 12. 31)



资料来源: wind、世纪证券研究所

中公教育涨幅第一。从 A 股教育相关上市公司涨跌幅来看, 2020 年, 职业教育龙头中公教育涨幅为 98.14%, 排名第一, 个性化 K12 培训机构紫光光学大涨幅为 68.46%, 排名第二; 跌幅较大的是*ST 勤上 (-56.64%)、开元股份 (-33.77%)。市值排名前三的是: 中公教育 (2166.6 亿元)、东方时尚 (117.2 亿元)、豆神教育 (84.75 亿元)。

Figure4 A 股教育相关上市公司涨跌幅 (2020. 12. 31)

证券代码	证券简称	收盘价 (元/股)	涨跌幅%		总市值 (亿元)
			年初以来	当月	
002607.SZ	中公教育	35.13	98.14	-2.63	2166.61
000526.SZ	紫光光学大	52.39	68.46	-0.15	50.40
300089.SZ	文化长城	5.92	68.18	1.20	28.48
600636.SH	国新文化	13.42	33.15	-0.22	59.98
002730.SZ	电光科技	9.38	17.39	-22.61	30.27
002308.SZ	威创股份	5.02	8.66	-15.20	45.49
603377.SH	东方时尚	19.36	7.31	-5.97	117.22
300192.SZ	科德教育	15.03	7.20	-14.36	44.64
300359.SZ	全通教育	6.08	6.85	-8.85	38.55
300050.SZ	世纪鼎利	5.54	-2.46	-6.89	31.67
600730.SH	中国高科	4.45	-10.28	-8.62	26.11
600661.SH	昂立教育	14.96	-12.87	-1.06	42.87
002261.SZ	拓维信息	7.15	-13.65	2.58	78.70
002599.SZ	盛通股份	3.91	-16.99	-8.43	21.42
002325.SZ	洪涛股份	2.6	-18.51	-13.04	32.50
002659.SZ	凯文教育	4.88	-21.79	-25.04	29.20
300010.SZ	豆神教育	9.76	-24.40	-18.73	84.75
002621.SZ	美吉姆	5.63	-28.07	-13.91	46.54
300559.SZ	佳发教育	13.4	-30.79	-13.55	53.54
300338.SZ	开元教育	7.02	-33.77	0.86	23.95
002638.SZ	*ST 勤上	1.6	-56.64	1.91	24.30

资料来源: wind、世纪证券研究所

1.2 港股教育公司

(1) 民办学校业绩受疫情影响有限

从公告中期财报的 17 家港股教育上市公司来看，其中民办学校（高校/中小学）可将去年报名的大部分存量学生转为线上，整体受疫情有限，营业总收入及扣非净利润平均同比增速分别为 4.5%/4.4%；对线下培训依赖程度较高的职业技能、K12 培训公司受疫情影响较大，营业总收入及扣非净利润平均同比增速分别为-31.8%/-139.7%、-12.6%/-119.2%。

Figure5 近期公告中期财报的港股教育上市公司数据

证券代码	证券简称	分类	营业总收入 (亿元)	同比增长率%	
				营业总收入	扣非净利润
1890. HK	中国科培	民办高等教育	4.56	23.86	40.72
1935. HK	嘉宏教育	民办高等教育	2.76	7.18	39.07
1525. HK	建桥教育	民办高等教育	2.83	9.07	27.21
2779. HK	中国新华教育	民办高等教育	2.55	2.54	6.02
1569. HK	民生教育	民办高等教育	5.50	2.44	0.76
9616. HK	东软教育	民办高等教育	4.67	-2.97	-7.23
1851. HK	银杏教育	民办高等教育	0.84	-2.11	-9.55
1598. HK	21 世纪教育	民办高等教育	1.18	-1.95	-20.86
1593. HK	辰林教育	民办高等教育	1.30	4.76	-28.64
1981. HK	华夏视听教育	民办高等教育	3.91	-35.64	-45.17
1773. HK	天立教育	民办学校	5.72	29.56	46.59
1565. HK	成实外教育	民办学校	8.87	17.18	3.57
0667. HK	中国东方教育	职业技能教育	15.17	-16.80	-40.95
1871. HK	向中国际	驾校培训	0.21	-52.33	-117.03
3978. HK	卓越教育集团	K12 培训	7.70	-11.32	-162.34
9986. HK	大山教育	K12 培训	1.10	-36.63	-177.33
1769. HK	思考乐教育	K12 培训	3.27	10.20	-17.90

资料来源：wind，世纪证券研究所

注：财报周期为 2020.1.1-2020.6.30

(2) 民办学校上市公司涨幅居前

从港股教育上市公司涨跌幅来看，年初以来，涨幅排名前三的是嘉宏教育（民办高校/民办高中）、天立教育（民办学校）、中汇集团（民办高校），涨幅分别为 168.68%/165.65%/112.17%；跌幅较大的是立德教育（-50.27%）、向中国国际（-46%）、枫叶教育（-34.54%）。市值排名前三的是中国东方教育（408.88 亿港元）、中教控股（321.24 亿港元）、新东方在线（278.91 亿港元）。

Figure6 港股教育相关上市公司涨跌幅（2020.12.31）

证券代码	证券简称	收盘价 (港元/股)	涨跌幅%		总市值 (亿港元)
			年初以来	当月	
1935.HK	嘉宏教育	3.97	168.68	3.93	63.55
1773.HK	天立教育	8.16	165.65	5.70	176.75
0382.HK	中汇集团	8.92	112.17	11.50	90.84
1981.HK	华夏视听教育	8.22	67.07	61.49	136.45
2001.HK	新高教集团	4.82	61.77	-1.63	76.42
1765.HK	希望教育	2.16	61.52	-3.14	156.25
1797.HK	新东方在线	27.9	50.00	-11.71	278.91
0839.HK	中教控股	14.94	49.15	-3.49	321.24
1890.HK	中国科培	5.4	45.94	-10.00	108.82
6169.HK	宇华教育	6.75	31.08	-7.66	225.43
1565.HK	成实外教育	2.32	30.82	7.91	71.66
1769.HK	思考乐教育	13	23.03	-19.45	72.24
1758.HK	博骏教育	0.57	18.75	-18.57	4.68
6068.HK	睿见教育	3.78	18.67	0.80	82.30
0667.HK	中国东方教育	18.64	15.83	7.87	408.88
1593.HK	辰林教育	2.43	12.48	19.12	24.30
1756.HK	华立大学集团	2.75	7.54	-7.72	33.00
1752.HK	澳洲成峰高教	0.3	1.03	2.74	7.31
2779.HK	中国新华教育	2.58	-1.70	0.78	41.50
1525.HK	建桥教育	6.5	-3.11	9.24	26.98
9986.HK	大山教育	1.08	-3.57	33.33	8.64
1598.HK	21 世纪教育	0.8	-8.77	12.68	9.34
1851.HK	银杏教育	1.62	-14.74	-5.26	8.10
1569.HK	民生教育	1.13	-15.99	-0.88	47.66
1969.HK	中国春来	1.25	-18.83	-16.67	15.00
9616.HK	东软教育	5	-19.61	-4.58	33.33
3978.HK	卓越教育集团	3	-20.63	0.67	25.49
1317.HK	枫叶教育	2.04	-34.54	-11.30	61.10
1871.HK	向中国国际	0.243	-46.00	3.85	0.97
1449.HK	立德教育	0.92	-50.27	-13.21	6.13

资料来源：wind、世纪证券研究所

1.3 美股教育公司

(1) 在线教育上市公司营业收入高增长

从 17 家美股教育上市公司近期公布的财报来看，1-9 月，在线英语培训机构无忧英语(51TALK)营业收入及扣非净利润同比分别增长 40.5%、209.4%；K12 在线教育机构跟谁学营业收入及扣非净利润同比分别增长 316.5%、-1568.2%；网易有道营业收入及扣非净利润同比分别增长 130.4%、-226.7%。

Figure7 近期公布财报的美股教育上市公司数据

证券代码	证券简称	报告期	分类	营业总收入 (亿美元)	营业总收入同 比增长率%	扣非净利 润同比增 长率%
RYB. N	红黄蓝	2020/1/1- 2020/9/30	幼儿教育	0.6	-52.4	-1078.8
NEW. N	朴新教育	2020/1/1- 2020/9/30	K12 培训	21.9	-2.6	94.1
FEDU. N	四季教育	2020/2/29- 2020/8/31	K12 培训	1.4	-33.6	-199.2
TAL. N	好未来	2020/2/29- 2020/8/31	K12 培训	20.1	26.9	286.4
EDU. N	新东方	2020/5/31- 2020/8/31	K12 培训	9.9	-8.0	-16.4
GSX. N	跟谁学	2020/1/1- 2020/9/30	在线教育	49.1	316.5	-1568.2
DAO. N	有道	2020/1/1- 2020/9/30	在线教育	20.6	130.4	-226.7
YQ. O	一起教育科技	2020/1/1- 2020/9/30	在线教育	8.1	277.5	-24.0
IH. N	洪恩教育	2020/1/1- 2020/6/30	在线教育	1.9	102.1	102.1
COE. N	无忧英语 (51TALK)	2020/1/1- 2020/9/30	英语培训	15.2	40.5	209.4
REDU. O	瑞思学科英语	2020/1/1- 2020/9/30	英语培训	5.9	-46.6	-238.1
LAIX. N	流利说	2020/1/1- 2020/9/30	英语培训	7.4	-6.9	2.5
METX. O	美联国际教育	2020/1/1- 2020/9/30	英语培训	6.7	-38.9	-375.5
HLG. O	海亮教育	2020/6/30- 2020/9/30	国际教育	3.0	29.9	275.7
TEDU. O	达内教育	2020/1/1- 2020/9/30	职业教育/ 少儿编程	12.5	-19.1	8.3
AMBO. A	安博教育	2020/1/1- 2020/9/30	职业教育	3.6	-12.7	-35.4
STG. N	尚德机构	2020/1/1- 2020/9/30	职业教育	16.2	-1.5	-40.0

资料来源：wind，世纪证券研究所

(2) 在线教育上市公司涨幅居前

从美股教育上市公司涨跌幅来看，2020 年，美股涨幅排名居前的是在线教育公司：无忧英语（176.07%）、华富教育（162%）、跟谁学（136.55%），网易有道（88.42%）。跌幅居前的是美联国际教育（-91.45%）、流利说（-68.72%）、尚德机构（-57.59%）。

Figure8 美股教育相关上市公司涨跌幅（2020.12.31）

证券代码	证券简称	收盘价 (美元/股)	涨跌幅%		总市值 (亿美元)
			年初以来	当月	
COE. N	无忧英语 (51TALK)	27.11	176.07	3.32	5.80
WAFU. O	华富教育	3.93	162.00	-11.29	0.17
GSX. N	跟谁学	51.71	136.55	-19.57	123.29
DAO. N	有道	26.53	88.42	-10.85	29.65
TEDU. O	达内教育	3.04	55.10	2.70	1.65
EDU. N	新东方	185.81	53.25	12.71	305.54
TAL. N	好未来	71.51	48.36	2.07	428.75
DL. N	正保远程教育	9.63	30.09	10.44	3.26
YQ. O	一起教育科技 (17 EDUCATION & TECHNOLOGY)	12.81	21.19	21.19	24.07
IH. N	洪恩教育 (IHUMAN)	18.12	13.25	-35.29	9.47
AMBO. A	安博教育	2.17	9.60	-12.85	0.47
HLG. O	海亮教育	65.84	0.92	0.30	16.97
AACG. O	ATA CREATIVITY GLOBAL	1.19	-12.56	-2.46	0.37
REDU. O	瑞思学科英语	6.09	-12.88	-5.73	3.43
CLEU. O	华夏博雅	3.86	-21.22	-32.16	0.24
NEW. N	朴新教育	5.82	-29.02	-26.79	5.07
FEDU. N	四季教育	1.08	-32.50	13.70	0.50
BEDU. N	博实乐	5.76	-33.85	-10.84	6.88
ONE. N	精锐教育	3.8	-43.03	-6.17	6.12
RYB. N	红黄蓝	2.37	-56.51	-10.23	0.65
ZCMD. O	众巢医学	1.7	-57.50	-6.85	0.42
STG. N	尚德机构	1.09	-57.59	-14.84	1.83

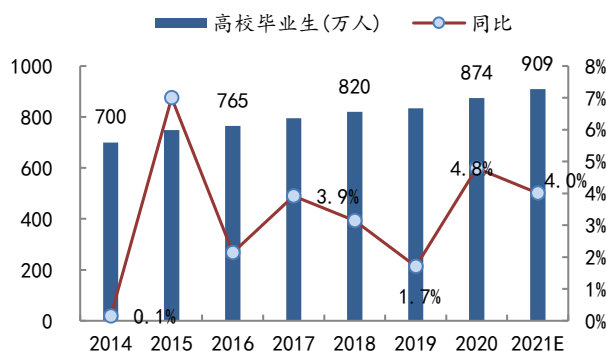
资料来源：wind，世纪证券研究所

二、职业教育:就业压力递增, 将继续受益多项扩招

2.1 高校毕业生将持续创新高, 加剧就业压力

高校毕业生人数将逐年创新高。2020 年, 高校毕业生数量创历史新高, 达到 874 万, 同比增长 4.8%, 相比去年增加 40 万人。据教育部预测, 2021 年高校毕业生将达 909 万人, 增加 35 万人, 同比增长 4%, 2022 年毕业生将超过 1000 万人, 高校毕业生人数呈现逐年创新高态势。

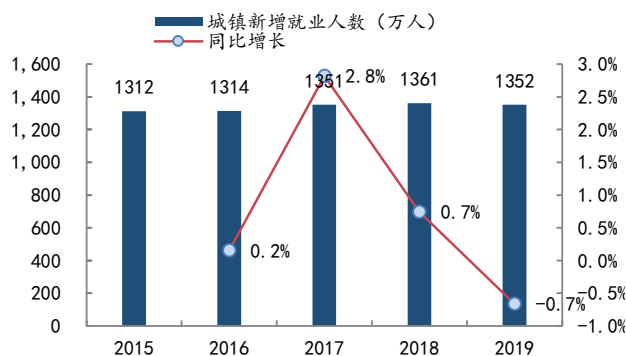
Figure9 国内高校毕业生人数及同比增速



资料来源: 教育部、世纪证券研究所

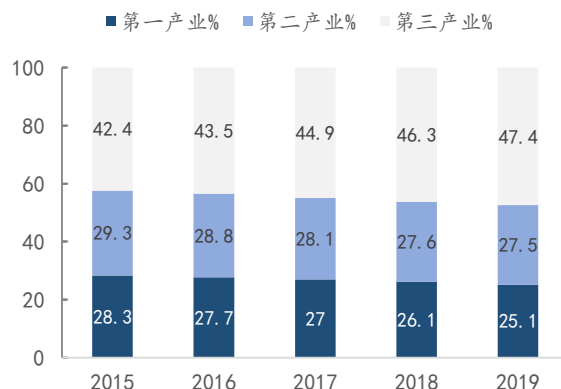
高校毕业生创新高将加剧就业压力。2019 年, 城镇新增就业 1352 万人, 年末全国城镇调查失业率为 5.2%, 同比上升 0.3pct。国家选派 3.1 万名高校毕业生到基层从事“三支一扶”服务, 同比增长 10.7%。2019 年, 全国新增就业人数为 1352 万人, 大学毕业生人数已经到达了新增城镇就业人口总量过半的临界值, 稳就业的重点也将由一般的求职者向高校毕业生转移。

Figure10 城镇新增就业人数及同比增速



资料来源: 人社部、世纪证券研究所

Figure11 全国就业人员产业构成情况



资料来源: 人社部、世纪证券研究所

高校毕业生比例提升加剧就业压力。近期教育部高校学生司副司长吴爱华指出，国内目前有 1.7 亿名大学生，根据统计局 2019 年人口统计数据，16-59 岁就业人口中大学生占比为 19%。根据国务院《国家人口发展规划(2016—2030 年)》，到 2030 年我国总人口 14.5 亿，其中 60 岁及以上老年人口占比为 25%，0—14 岁少儿人口占比为 17%，推算 16-59 岁就业人口约 8.3 亿，预计 2030 年将有 3 亿多名大学生，大学生占比将提升至 36%，将进一步加剧就业压力。

Figure12 国内高校毕业生人数及同比增速

人口	年末人数 (亿人)	占比%	大学生人数 (亿人)	大学生人数占比
1-15 岁	2.5	17.8		
16-59 岁	9.0	64	1.7	19.0%
60 周岁及以上	2.5	18.1		

资料来源：国家统计局、教育部、世纪证券研究所

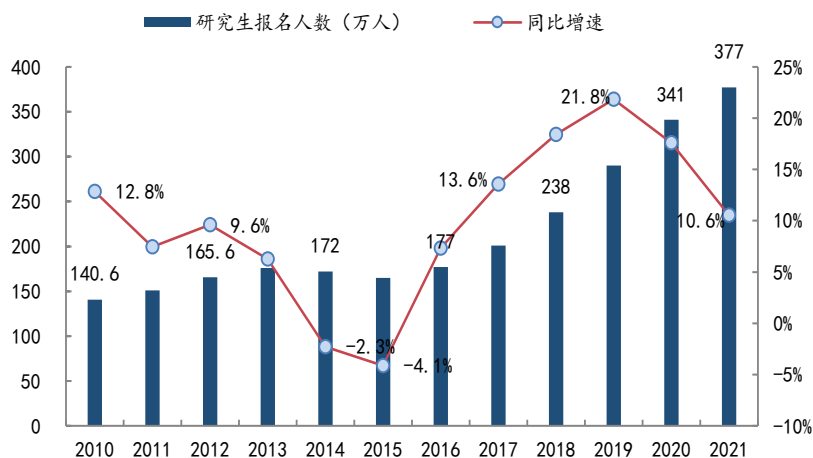
2.2 职业教育考试培训将受益各项扩招

(1) 研究生：扩招创新高，仍有较大空间

就业压力推升研究生报考人数创新高。研究显示失业率会随着教育程度的提高而下降。根据美国劳工部劳工统计局的最新数据，美国总人口的平均失业率为 3.6%，其中受教育程度低于高中的工人失业率为 6.5%。2016 年 9 月，教育部将非全日制研究生考试纳入统考，研究生招生方式实际上只剩下统考和推免两种形式。2016 开始，研究生报名人数增长率快速上升，2016-2020 年均复合增速为 14%。2021 年全国硕士研究生考试报名人数高达 377 万人，这一数字较上一年度的 341 万人增加了 36 万人，同比增长 10.6%，再创历史新高。

我们认为，受新冠肺炎疫情影响，就业压力增大，加之十三五(2016-2020 年)期间，我国经济由高速增长向高质量发展转型，对人才综合素质及竞争力要求提高，为缓解就业压力及提升竞争力，应届毕业生及往届生考研人数增多。

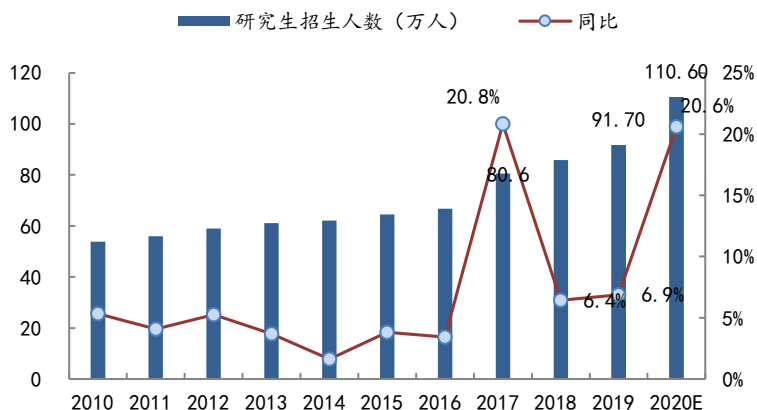
Figure13 2020 年考研报名人数再创新高



资料来源：教育部、世纪证券研究所

研究生扩招缓解就业压力。2020 年 2 月 28 日，根据国家统计局发布的《2019 年国民经济和社会发展统计公报》显示，2019 年研究生教育招生 91.7 万人。同比增长 6.9%。教育部副部长表示，2020 年扩大硕士研究生招生规模，估计研究生招生人数将达到 110.6 万人，同比增长 20.6%。

Figure14 2020 年研究生招生人数及同比增速

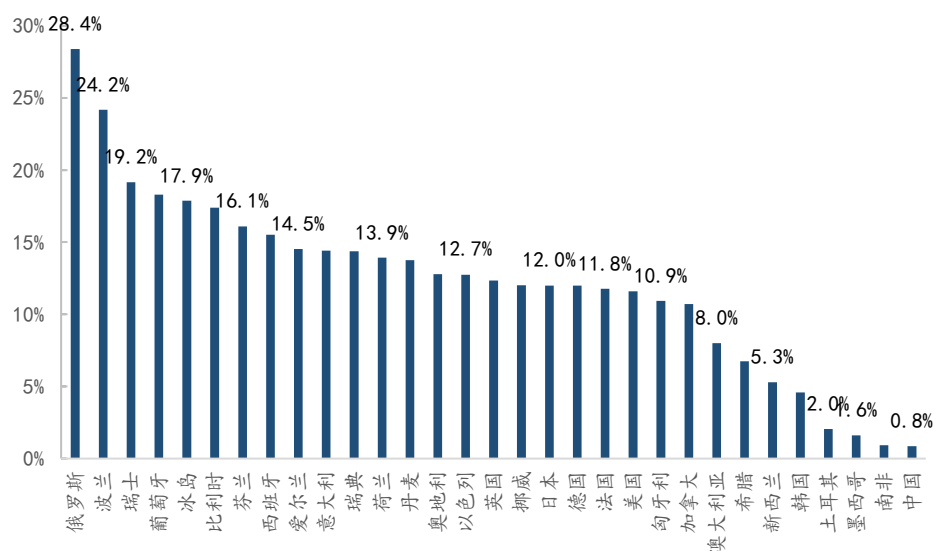


资料来源：教育部、世纪证券研究所

国内研究生占比较低，扩招仍有较大空间。根据教育部数据，1956-2019 年，国内研究生毕业人数（含博士）合计 777.9 万人，在 25-64 岁人口中占比为 0.8%，远低于大多数经济合作与发展组织(OECD)及其合作伙伴国家平均水平（13%）。

虽然对于一些研究生占比较高的国家来说，这可能与他们的悠久的学士学位课程传统有关，可以直接获得硕士学位，另外各国经济发展水平也不同。我们认为，随着中国经济的持续发展，对求职者能力要求提高，家长对教育投入增加，国内研究生占比较低，仍有较大扩招空间。

Figure15 世界 OECD 国际及其伙伴国家硕士研究生人口比例（25-64 岁）



资料来源：OECD、国家统计局、教育部、世纪证券研究所
注：俄罗斯数据为 2018 年，其他国家为 2019 年数据

（2）教师：报考人数创新高，还将进一步增长

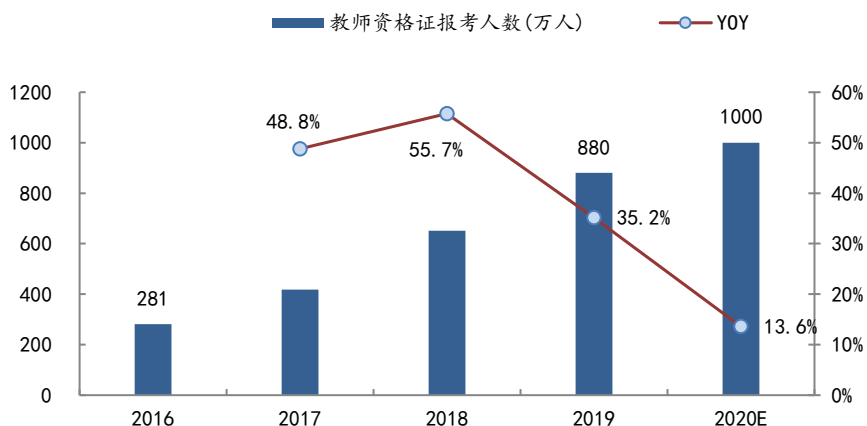
教师资格证报考人数创新高。2016 年，教师资格考试报名人数为 260 万，2019 年报名人数为 890 万，创下历史新高。2016-2019 年，年复合增速为 46.3%。受新冠疫情影响，2020 上半年教师资格证考试取消，推迟到与下半年合并举行，预计 1000 万人，同比增长 13.6%，将再次创新高。

高校毕业生就业“百日冲刺”行动扩招教师 40 万。2020 年 5 月 6 日，6 部门共同主办的 2020 届普通高校毕业生就业“百日冲刺”行动正式启动，启动仪式上发布了促进高校毕业生就业创业十大专项行动。在充实基层专项计划行动中提及：“特岗教师”计划将增加招募规模 5000 人，今年招募规模将达到 10.5 万。适当扩大“三支一扶”“西部计划”等中央基层项目实施规模。将招收 40 多万毕业生补充中小学和幼儿园教师队伍，采取“先上岗、再考证”的举措，进一步加强中小学和幼儿园教师配备。

目前教育部只是对学科类的教师培训要求具有教师资格证书，并未对素质教育老师做出明确要求，预计随着素质教育的发展，政策也将做出进一步规范，

教师资格证报考人数还将进一步增长。

Figure16 国内教师资格证报考人数及同比增速



资料来源：教育部、世纪证券研究所

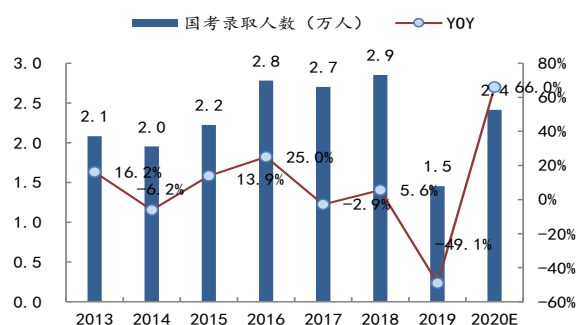
(3) 公务员：国考&事业单位仍有扩招空间

国内财政供养人员分为两大部分：一是政府机关人员，包括国家机关人员、政党机关人员和社会团体机关人员；二是事业单位人员，包括教育、医疗卫生、科研、文化等公立部门人员。

公务员&事业单位扩招。随着机构改革完成后，事业单位的民生和公共服务属性更加凸显，招录将结束持续数年的低迷，进入稳定回升和增长的新轨道。根据国务院办公厅印发《关于应对新冠肺炎疫情影响强化稳就业举措的实施意见》明确提出扩大基层就业规模。各级事业单位空缺岗位今明两年提高专项招聘高校毕业生的比例。开发城乡社区等基层公共管理和社会服务岗位。扩大“三支一扶”计划等基层服务项目招募规模。

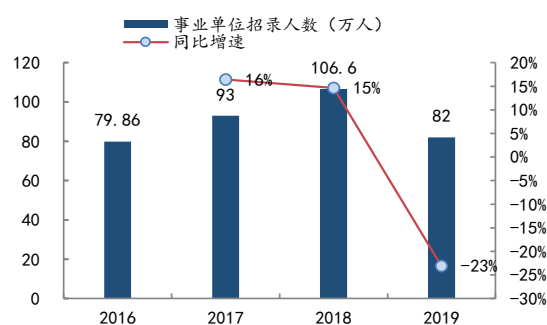
2019 年，国家公务员招录人数为 1.45 万人，同比下降 49.1%，2020 年，国家公务员拟招录人员 2.41 万人，同比增长 66%；2019 年全国公开招聘事业单位工作人员 82.2 万人，同比下降 23.1%。2020 年大部分省考大幅扩招，其中内蒙古、宁夏、山东省扩招比例较大，分别为 394%、151%、142%，估计 2020 年省考整体扩招近 30%。

Figure17 国考录取人数及同比增速



资料来源：教育部、世纪证券研究所

Figure18 事业单位招聘人数及同比增速



资料来源：人社部、世纪证券研究所

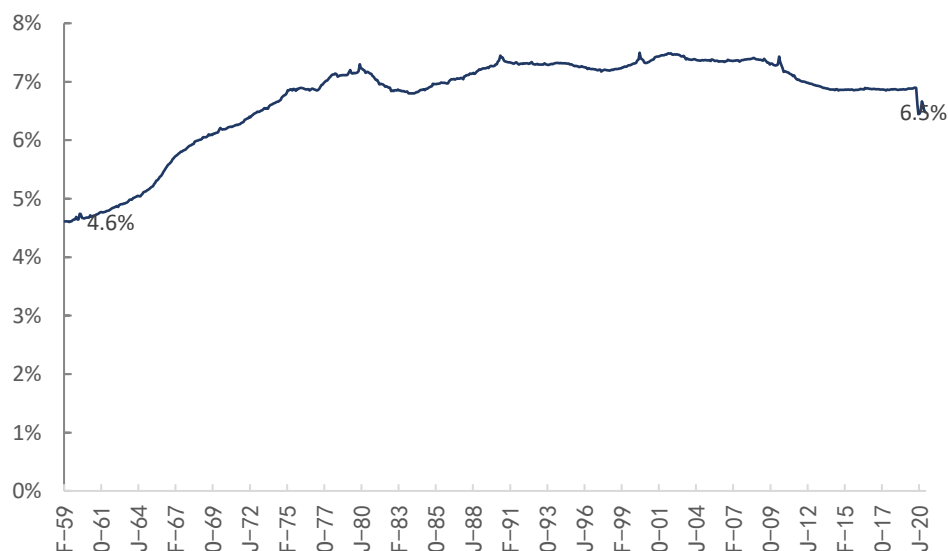
Figure19 2020 年各省省考扩招情况

省份	2020 年省考招录人数 (人)	扩招比例
内蒙古	7270	394%
宁夏	1323	151%
山东	7360	142%
四川	5455	85%
贵州	3479	69%
海南	1170	66%
吉林	5649	54%
福建	3724	51%
新疆	4020	46%

资料来源：中公教育官网、多鲸教育、世纪证券研究所

公务员&事业单位扩招仍有空间。根据人社部数据，截至 2016 年底，全国共有公务员 719 万人，估计目前公务员人数为 800 万人。全国现在有 111 万个事业单位，编制内总人数就有 3000 多万人，另外有 900 万离退休人员，合计国内财政供养人员约 5000 人，按照全国 14 亿人口为基数，人口占比为 3.6%。相比美国占比较低，公务员&事业单位仍有扩招空间。1959 年 1 月-2020 年 11 月，美国政府雇员占总人口比例从 4.6%提升至 6.5%。

Figure20 美国政府雇员总人口占比

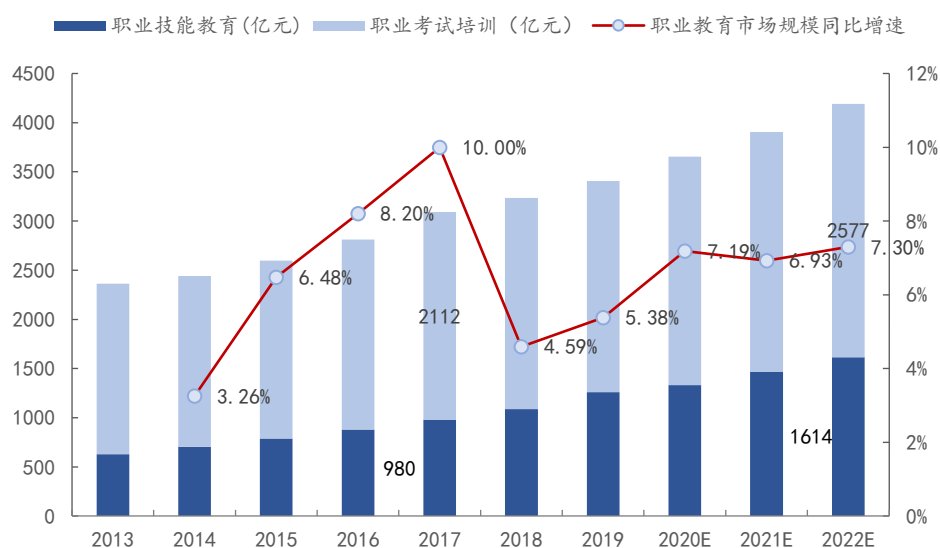


资料来源：圣路易斯美联储、美国经济分析局、世纪证券研究所

2.3 职业教育稳健增长，市场规模将超四千亿

职业教育市场规模将超四千亿。根据弗若斯特沙利文数据，我国非学历职业教育的市场规模从 2013 年的 2363 亿元增长至 2017 年的 3092 亿元，年复合增长率 7.0%，并预测 2017-2022 年复合增长率为 6.3%，至 2020 年市场规模为 4191 亿元。

Figure21 国内非学历职业教育市场规模及同比增速



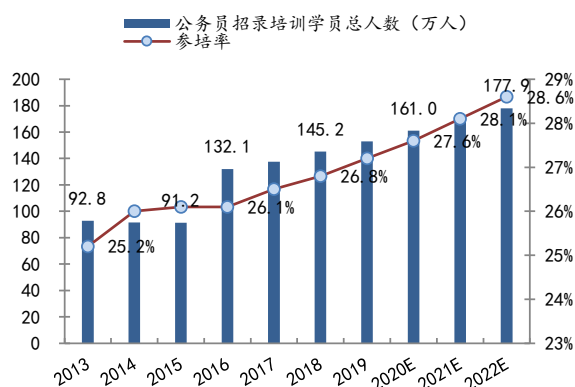
资料来源：弗若斯特沙利文、世纪证券研究所

职业教育市场分为职业技能教育、职业考试培训。根据弗若斯特沙利文数据，2013—2019 年，职业技能教育市场规模从 630 亿元增至 1260 亿元，年复合增长率为 10.4%，预计 2022 年市场规模将达到 1614 亿元；2013—2019 年，职业考试培训市场规模从 1733 亿元增至 2148 亿元，年复合增长率为 3.1%，预计 2022 年市场规模将达到 2577 亿元。

2.4 公考及事业单位招聘培训赛道值得重点关注

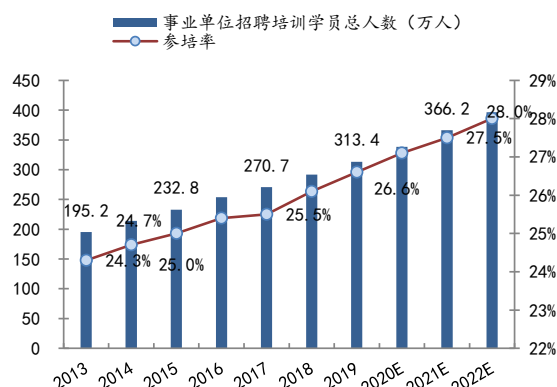
公考及事业单位招聘培训赛道值得关注。1、参培率高。由于稳定的编制及良好的薪资待遇，公务员岗位颇具吸引力，但公考及事业单位招聘比较低，因此学生家长付费意愿高，参培率较高。根据弗若斯特沙利文数据，预计 2019 年公考和事业单位招聘参培率分别为 27.2% 和 26.6%；2、盗版视频少。公考及事业单位招聘培训方式多为线下，盗版视频问题相对较少，行业发展相对良性。

Figure22 公务员招录培训学员总人数及参培率



资料来源：Frost&sullivan、世纪证券研究所

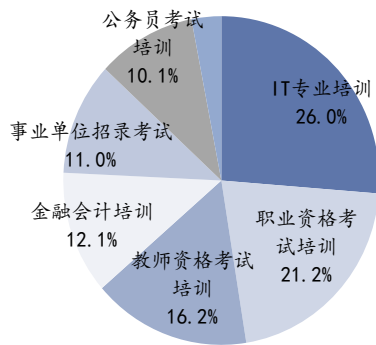
Figure23 事业单位招聘培训学员总人数及参培率



资料来源：Frost&sullivan、世纪证券研究所

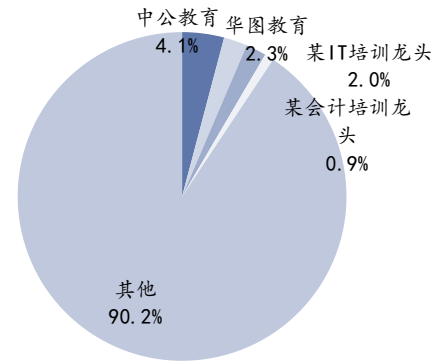
3、公考培训市场集中度相对较高。根据弗若斯特沙利文数据，职业教育主要包括 IT、教师资格、金融会计、公务员及事业单位四大类，占比分别为 26%、16.2%、12.1%、21.1%，合计占比 75.8%。目前，职业培训行业市场前两名为中公教育和华图教育，市场合计占有率为 6.4%，业务均以公考培训为主，排名三四名的公司主要从事 IT 培训以及会计培训，市场占有率分别为 2%、0.9%。就公考培训市场来看，2017 年，前两大职业培训机构，中公教育和华图教育市场占有率合计为 33.3%，同比提升 3.8 个百分点。

Figure24 职业考试培训细分赛道及占比



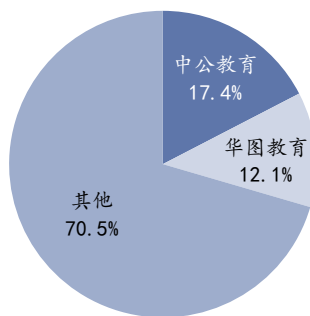
资料来源：Frost&sullivan、世纪证券研究所

Figure25 中国职业教育培训市场集中度



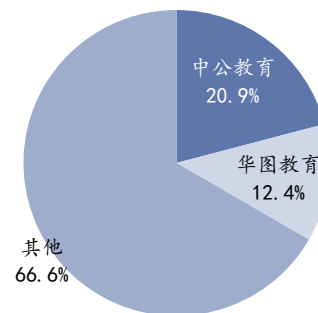
资料来源：Frost&sullivan、世纪证券研究所

Figure26 公务员招录市场占有率（2016 年）



资料来源：Frost&sullivan、世纪证券研究所

Figure27 公务员招录市场占有率（2017 年）



资料来源：Frost&sullivan、世纪证券研究所

2.5 建议关注职业教育招录培训龙头：中公教育（002607.SZ）

公考培训龙头更有优势。由于公考及事业单位招聘考试错成本较高，消费者对于中小机构较为谨慎，一般倾向于口碑及培训效果较好，和学员能签订退费协议的大机构。另外，公务员扩招，2020 年国考招录比从 90:1 提高至 60:1，有助于公司退费率的降低，预计参加考试及公司协议班培训的人数也将上升，利于相关公司业绩增长。长期来看，职业教育培训市场将稳定增长，职业教育龙头将继续受益参培率及客单价的提升。

建议关注业绩增长速度明显高于行业平均水平的教育培训龙头，具有品牌、渠道、研发等优势的职业教育招录培训龙头：**中公教育（002607.SZ）**。

1) 2019 年业绩高增长。2019 年，中公教育实现营业收入 62.1 亿元，同比增长 46.8%，实现归母净利润 18.05 亿元，同比增长 56.5%。主要得益于公司各序列业务量价齐升，事业单位考试培训业务超预期。

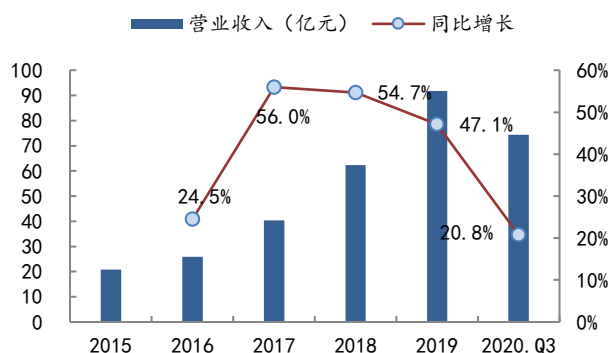
Figure28 中公教育业绩近三年保持较好增速

公司代码	上市公司	2018		2019		2020. Q3	
		营业收入 同比%	归母净利润 同比%	营业收入 同比%	归母净利润 同比%	营业收入 同比%	归母净利润 同比%
300338. SZ	开元教育	48.2	(37.1)	2.4	(744.0)	(44.5)	(465.8)
002325. SZ	洪涛股份	17.9	(426.7)	2.7	108.7	(12.0)	(150.0)
002607. SZ	中公教育	54.7	119.7	47.1	56.5	20.8	37.8
300089. SZ	文化长城	(30.2)	(2377.6)	(28.0)	89.7	(62.1)	(151.3)
603377. SH	东方时尚	(10.4)	1.9	6.0	9.4	(31.8)	(56.4)
600730. SH	中国高科	(62.8)	(82.9)	(7.9)	(4309.3)	(5.2)	696.9
300050. SZ	世纪鼎利	11.1	(47.9)	26.6	(951.6)	(0.0)	(27.2)

资料来源：wind、世纪证券研究所

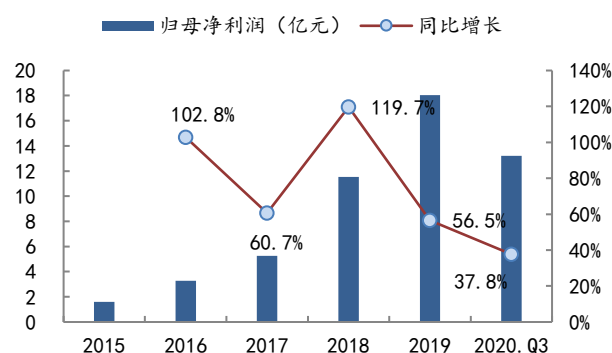
2) 2020 年三季度业绩同比大幅增长。2020 年受疫情影响原本 4 月份举行的公务员省考基本都延期至 8 月份，公司在第三季度集中确认业绩，业绩同比大幅增长。1-9 月，公司实现营业收入 74.4 亿元，同比增长 20.8%，归母净利润为 13.2 亿元，同比增长 37.8%；7-9 月，公司实现营业收入 46.3 亿元，归母净利润为 15.5 亿元，同比增长 233.6%。

Figure29 中公教育营业收入及同比增速



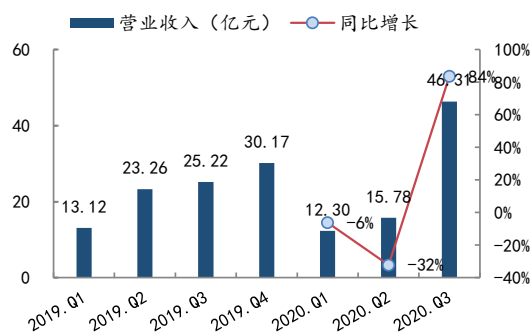
资料来源：公司公告，世纪证券研究所

Figure30 中公教育归母净利润及同比增速



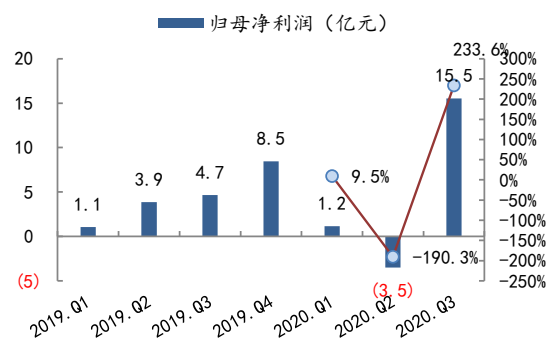
资料来源：公司公告，世纪证券研究所

Figure31 中公教育单季度营业收入及同比增速



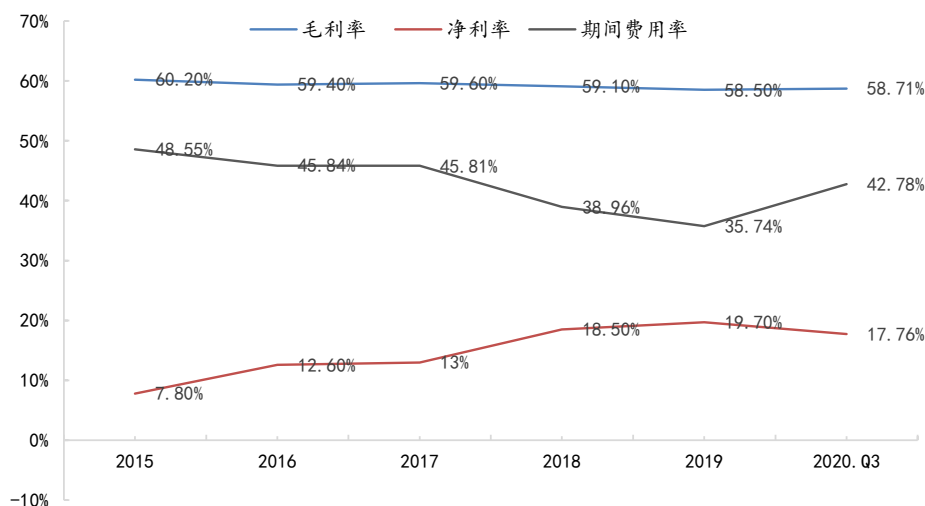
资料来源：公司公告，世纪证券研究所

Figure32 中公教育单季度归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，世纪证券研究所

Figure33 中公教育毛利率、净利率及期间费用率指标



资料来源：wind、世纪证券研究所

3) 公司将继续受益中长期扩招。受疫情影响，2020 年国考面试、教师资格考试、事业单位考试延后到第四季度举行，公务员国考时间一般在 11 月下旬或 12 月上旬，考研时间在 12 月下旬，估计公司四季度业绩增长依然乐观；硕士研究生、专升本、第二学士学位等职业学历提升项目扩招 170 余万人。整个招录板块的中长期扩招趋势明确，公司预计行业未来 5—10 年仍将处于中高速发展期。

4) 盈利预测与投资评级。2020-2022 年，我们预测公司 EPS 分别为 0.42 元、0.60 元、0.82 元。我们认为，职业教育培训市场需求稳健，政策监管相对较宽松，中公教育作为职业教育培训龙头，未来将充分享受行业红利，随着竞争优势逐步放大，预计业绩将保持较高增速，维持“增持”评级。

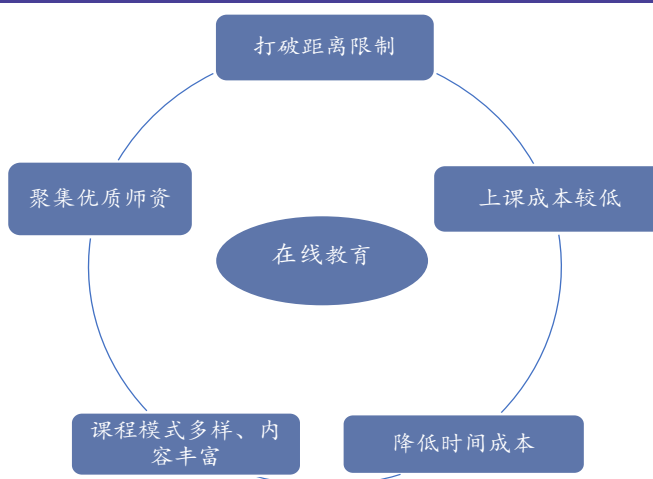
5) 风险提示。政策风险、市场竞争风险等。

三、K12 培训:在线教育仍处良好发展阶段, OMO 模式成主流

3.1 K12 在线教育受益疫情推动, 市场规模超千亿元

在线教育即 e-Learning, 或称远程教育、在线学习, 现行概念中一般指的是指一种基于网络的学习行为。在线教育的优势主要在于: 突破时空的局限, 使学生不受时间和地点的制约, 随时随地进行学习; 促进教育资源分配的公平性; 上课成本比线下教育更低, 能够减少家庭的教育支出; 课程模式多样, 教学内容具有更强的趣味性, 学习资源也更加丰富。

Figure34 在线教育相比传统教育的优势



资料来源: 世纪证券研究所

K12 在线教育仍处良好发展阶段。2020 年, 由于在线教育是疫情期间解决 K12 阶段“停课不停学”的最佳方案, 因此新冠疫情加速了在线教育的普及, 利于培养用户使用习惯, 进而提高市场渗透率, 成为刚需。2021 年初, 多地因疫情防控暂停中小学线下培训活动, 多地教委也提出寒假期间各学校不安排线上教学活动, 不得组织任何形式的集体补课, K12 培训机构在线教育业务将受益疫情防控常态化, 仍处于良好的发展阶段。

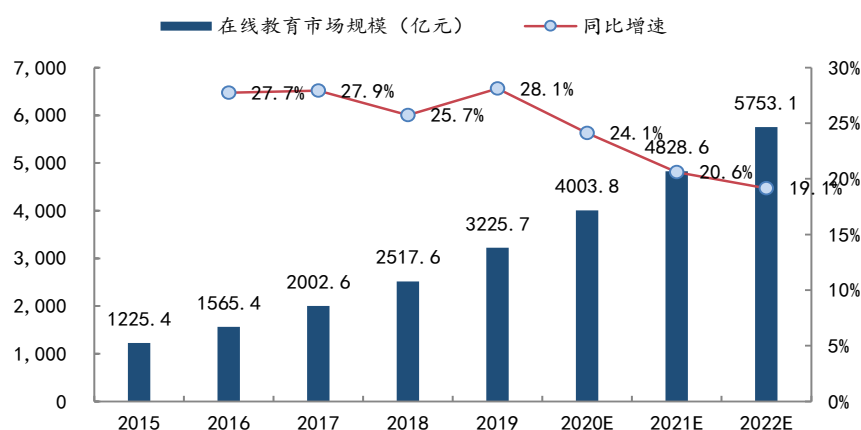
Figure35 近期多地受疫情防控影响暂停中小学线下培训活动

日期	地区	疫情防控
2020 年 12 月 30 日	北京	教委召开会议中提出不管是学校, 还是机构, 如果出现 1 例新冠, 所有培训机构线下关停。出现疫情的顺义区已暂停 51 个机构线下培训。
2021 年 1 月 2 日	黑龙江黑河市	黑河市区内所有中小学校、幼儿园已全部放假, 校外教育培训机构暂停一切线下教育教学活动。
2021 年 1 月 3 日	沈阳	全市幼儿园暂时停园, 校外培训机构暂停一切线下教学活动。
2021 年 1 月 3 日	大连	培训机构一名女老师确诊, 已转运至省集中救治大连中心隔离治疗。

资料来源: 教培校长参考、世纪证券研究所

K12 在线教育受益疫情推动。疫情对刚需性的线上 K12 教培市场产生一定正向影响，但受制于诸多考试推迟或取消、出国留学受阻等原因，高等学历教育和职业教育的线上市场规模增速出现下降。据艾瑞咨询统计最新测算，若不考虑疫情强制将教学场景转为线上而线下复课后仍将回归线下的市场，2020 年中国在线教育市场规模约 4003.8 亿元，同比增长 24.1%，增速有所放缓。

Figure36 在线教育市场规模及同比增速



资料来源：艾瑞咨询、世纪证券研究所

预计 2020 年 K12 在线教育市场规模超千亿元，同比增长逾八成。根据艾瑞咨询数据，2019 年中国在线教育行业市场规模超过 3300 亿元，同比增速超过 28%，在整体教育产业中的占比约为 11.0%，在线教育 K12 阶段占比为 21.30%，推算 K12 在线教育市场规模为 703 亿元，市场渗透率为 13.57%。我们估计 2020 年 K12 在线教育渗透率为 23%，市场规模为 1266 亿元，同比增长 81%。2024 年 K12 在线教育渗透率将提升至 37%，市场规模为 2638 亿元，2019-2024 年复合增长率为 24.7%。

Figure37 K12 在线教育市场规模及渗透率预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
K12 在校生 (亿人)	1.69	1.74	1.75	1.76	1.78	1.81	1.83	1.83
参培率	47.20%	47.50%	47.80%	48.10%	48.50%	48.90%	49.30%	49.60%
人均培训费用 (元)	5616	5897	6192	6501	6826	7168	7526	7902
同比增速		5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
K12 市场规模 (亿元)	4480	4874	5179	5504	5881	6318	6749	7129
在线教育渗透率			13.57%	23%	27%	30%	33%	37%
K12 在线教育市场规模 (亿元)			703.01	1265.92	1587.87	1895.40	2227.17	2637.73
同比增速				80.07%	25.43%	19.37%	17.50%	18.43%

资料来源：中国教育财政科学研究所、教育部、世纪证券研究所

3.2 OMO 模式将成为 K12 培训主流

随着疫情管控进入常态化，OMO（Online Merge Offline）将成为教育培训行业的主流模式。疫情期间无论机构或学员都对线上教育有了初步体验，随着用户使用习惯的改变，之前单纯的线下模式已经无法满足用户的多样化需求。加之政策的规范使得线下办学成本攀升，将科技赋能教育，OMO 线上和线下的融合发展模式已是未来教培行业的发展方向。

目前 OMO 模式主要分为三类：线上导流、线下服务；线下教学、线上服务；线上线下教学服务。

Figure38 OMO 模式分类及简介

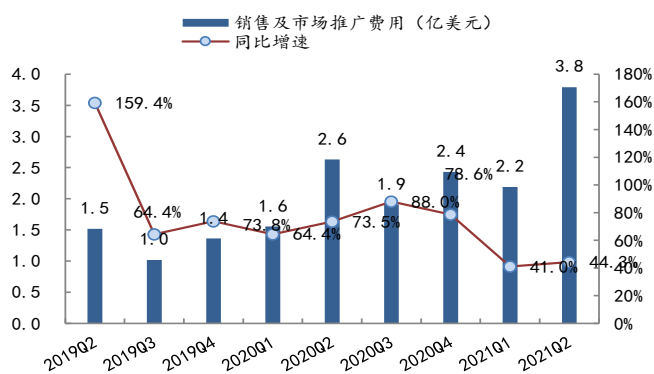
OMO 模式分类	简介	解决方案
线上导流、线下服务	纯线上完成教学工作，仅将部分活动延伸至线下	通过社交群运营、社交媒体裂变等方式在线导流课来前段获客，多以小鹅通、短书为代表的平台。此类模式切入门槛较低，借助于现有的体系化设计，切片式运营管理，可以提升转化率。减少运营压力。
线下教学、线上服务	以线下机构为主，把教学过程中的某个环节转移至线上	机构通过构建教研中台，推动线上线下的课程融合。通过补充线上教学场景，优化教学效果，把优秀的师资和教学资源利用效率最大化，提升续班、转介绍率。
线上线下教学服务	对教研。运营的要求较高	机构使用 SaaS 平台保证其教学服务品质，做好学员、教师的排课工作，学生的需求反馈、教学的意见建议以及续班、缴费等工作。

资料来源：多鲸资本，世纪证券研究所

3.3 建议关注在线教育业务发展良好的 K12 培训龙头：好未来（TAL.N）

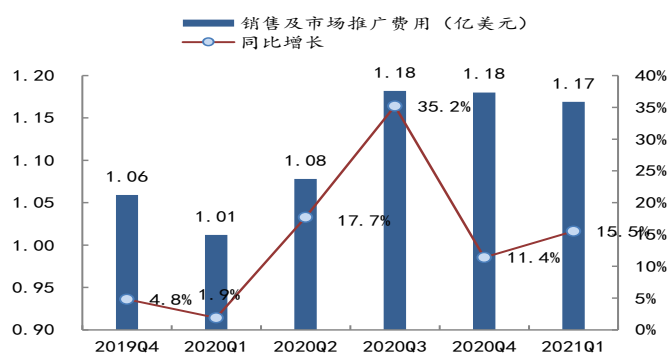
好未来在线教育业务投入及效果相对较好。进入 2020 财年以来，好未来营销费用已突破 2 亿美元，最新财报显示，好未来营销费用为 3.8 亿美元，同比增长 44.3%。新东方最新财报营销费用为 1.17 亿美元，同比增长 15.5%。从效果来看，各公司营销费用投入与招生规模成正相关。2021 财年上半年，好未来学生季度平均人次（长期正价课）约 4,29.43 万人次，同比增长 67.4%。报告期内，新东方学生报名人数同比增长 13.5%至约 296 万人。

Figure39 好未来单季度营销费用及同比增速



资料来源：公司公告，世纪证券研究所

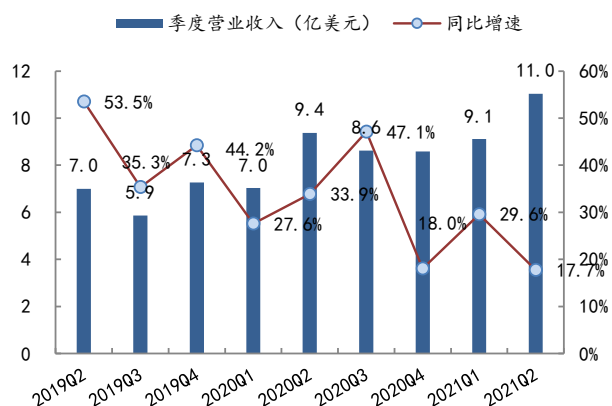
Figure40 新东方单季度营销费用及同比增速



资料来源：公司公告，世纪证券研究所

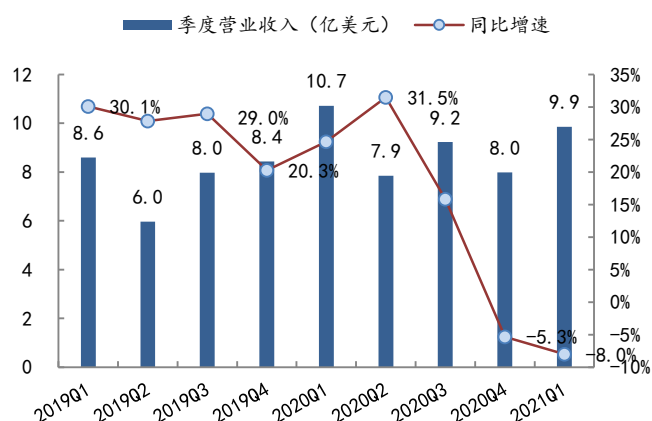
好未来营业收入受益在线教育业务增长，扭亏为盈。由于好未来不断加码学而思网校业务，在 2020 年财报（2019/5/31-2020/2/29）期间加大在线教育的投入，这也造成它在 2020 财年出现了亏损。2021 年最新财季，学而思网校营业收入占比从 2016 年的 4% 提升至 26%。2021 年 2 季度财报（2020/5/31-2020/8/31）好未来实现营业收入 11 亿美元，同比增长 17.7%，实现净利润 1500 万美元，业绩大幅增长 207.1%。截至 2020 年 8 月 31 日，好未来在 91 个城市共设有 936 个教学中心，多于截至 2020 年 2 月 29 日设于 70 个城市的 871 个教学中心。

Figure41 好未来单季度营业收入及同比增速



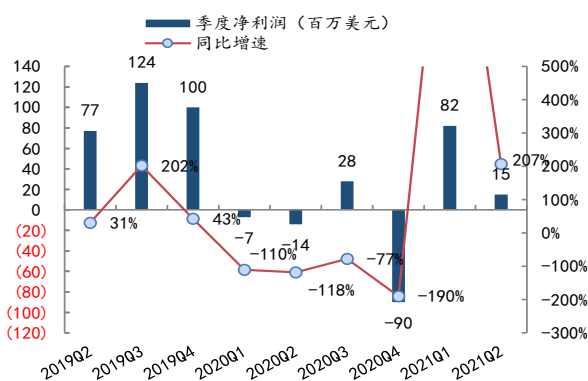
资料来源：wind，世纪证券研究所

Figure42 新东方单季度营业收入及同比增速



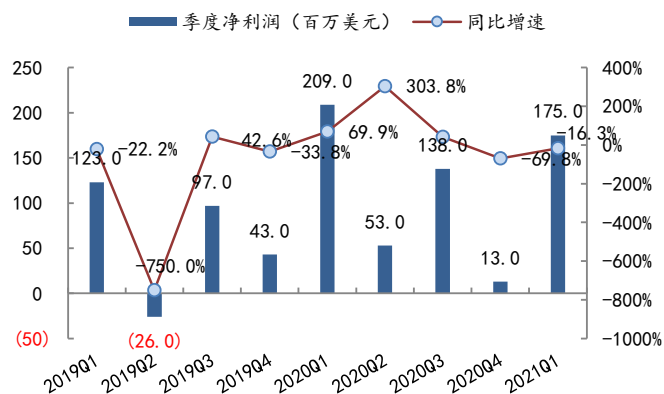
资料来源：wind，世纪证券研究所

Figure43 好未来单季度净利润及同比增速



资料来源: wind, 世纪证券研究所

Figure44 新东方单季度净利润及同比增速



资料来源: wind, 世纪证券研究所

新东方收入增速下滑，在线教育业务亏损幅度加大。新东方最新财报（2020/5/31-2020/8/31）实现营业收入为 9.9 亿美元，同比下滑 8.0%，实现净利润 17500 万美元，同比下降 16.4%，主要由于公司线下 K12 业务和海外留学受疫情负面影响。截至 2020 年 8 月 31 日，新东方学校总数为 112 家，学习中心总数达 1472 家，与去年同期相比净增 211 家，与上季度相比净增 7 家。2020 年 12 月 27 日，公司在线 K-12 教育平台新东方在线发布盈利预警，由于人员成本和研发费用的增加、实施股权激励计划相关的净外汇损失和费用增加，预计在截至 11 月的六个月内将大幅净亏损 6-7 亿元，与上一财年同期亏损 8750 万元相比，亏损大幅度加大。

Figure45 相关教育上市公司估值 (2021.1.5)

证券代码	证券简称	收盘价 (元/股)	EPS (元)			PE (倍)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
0667. HK	中国东方教育	15.80	0.41	0.35	0.54	38.69	45.09	29.44
1773. HK	天立教育	8.66	0.13	0.17	0.23	66.92	50.47	37.77
6068. HK	睿见教育	3.83	0.17	0.25	0.29	22.53	15.32	13.41
002607. SZ	中公教育	34.44	0.29	0.42	0.60	118.76	82.00	57.40
300192. SZ	科德教育	14.44	0.33	0.55	0.80	43.76	26.25	18.05
TAL. N	好未来	68.88	(0.56)	1.97	3.23	(123.00)	34.96	21.32
GSX. N	跟谁学	48.22	1.35	4.42	(1.80)	35.72	10.91	(26.78)
300010. SZ	豆神教育	9.48	0.04	(0.10)	0.16	269.32	(94.80)	59.25

资料来源: wind、世纪证券研究所

注: 美股、港股上市公司单位分别为美元、港元

四、风险提示

4.1 市场规模预测与实际不符

由于社会经济发展面临着诸多不确定因素影响，国内新冠肺炎疫情的防控措施存在变数，因此报告中有关教育市场规模的预测有可能与实际不符。

4.2 市场竞争风险

教育培训行业的准入门槛相对较低，且初期投资规模相对较小，因此行业内企业数量较多，特别是在教育资源相对集中、培训对象基数较大、居民收入水平相对较高的一线城市，竞争更为激烈。同时，随着未来家庭收入的上升，公众对优质教育资源的重视程度不断提升，行业将继续保持高景气度，这势必引起产业投资力度的加大，从而进一步加剧市场竞争。

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。