

新高教集团 (2001.HK) / 社服行业

证券研究报告/公司深度报告

2023年08月10日

评级: 买入 (首次)

市场价格: 2.46 港元

分析师: 皇甫晓晗

执业证书编号: S0740521040001

Email: huangfuxh@zts.com.cn

分析师: 张骥

执业证书编号: S0740523060001

Email: zhangji@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

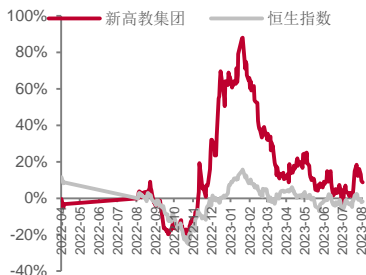
指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,716	2,204	2,425	2,667	2,978
增长率 yoy%	126%	28%	10%	10%	12%
归母净利润 (百万元)	568	620	690	759	835
增长率 yoy%	225%	9%	11%	10%	10%
每股收益 (元)	0.37	0.40	0.44	0.49	0.54
每股现金流量	0.47	0.99	0.41	1.10	0.89
净资产收益率	21%	20%	20%	18%	17%
P/E	6.2	5.6	5.1	4.6	4.2
P/B	1.2	1.1	0.9	0.8	0.6
股息率	6.2%	8.9%	9.9%	10.9%	12.0%

备注: 股价选取 2023 年 08 月 10 日收盘价

基本状况

总股本(百万股)	1,555
流通股本(百万股)	1,555
市价(港元)	2.46
市值(百万港元)	3,826
流通市值(百万港元)	3,826

股价与行业-市场走势对比



相关报告

报告摘要

- 核心观点:** 由于市场对于教育板块政策问题的统一悲观，职教板块估值受到显著压制。而实际情况显著好于市场认知，待具体学校选营落地，公司估值将有望迎来显著重估。
- 首次覆盖，给予“买入”评级。** 从行业角度，我们认为职教板块存在系统性低估；从个股角度，我们认为新高教集团优秀的治理、较高的分红比例，与合理的定位——“绩优公用事业股属性”，符合逆向投资者的选股标准。我们预计新高教集团 23-25 年营收 24.25/26.67/29.78 亿元，增速 10%/10%/12%，对应归母净利润 6.90 /7.59/8.35 亿元，增速 11%/10%/10%，对应 PE 5.1/4.6/4.2，按 50% 的股利支付率，对应股息率为 9.9%/10.9%/12.0%，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 当前影响估值的核心变量是政策，方向清晰，落地尚需时日。** 虽然此前 K12 教育政策经历了较大的变动，但国家关于职业教育政策的方向较为明确且积极——民办高校可以自主选择营利性并获取投资收益。2019 年以来，各省民办学校分类登记实施办法逐步出台，当前政策层面已无障碍，仅需要根据具体省份规定将每所学校选营落地。我们认为当前板块面对的不确定性不是“0”和“1”的问题，而仅仅是时间和业绩预期精准性的问题。
- 公司是民办职业教育集团中治理优秀的公司，历史经营稳健，财务指标优异。** 新高教集团在全国 7 所省份布局 8 所民办高等教育学校。公司 2014-2022 年收入 CAGR 32.08%，归母净利润 CAGR 28.91%。除 2020 年外，公司净利率 28% 以上，ROE 近年来在 12%-19% 之间，上市以来股利支付率未低于 27%，且近两年提升至 50% 左右。我们认为，公司较优的公司治理以及较高的分红率，是逆向布局的有利基础。
- 当前估值下，成长性加分项，公司仍具备成长性，生源稳定，学费仍有提升空间。** 公司过去业绩的高成长性主要为收并购学校带来的学生数增加以及学费住宿费的增长。未来 10 年生源主要源自 05-15 年龄段，且入学率有持续提升空间，在入学人数上可保持适当增长。生均收费方面，公司的学费住宿费较其他民办高校仍有显著提升空间，我们预计未来几年，公司生均收费的增长速度将超过在校学生数量的增长速度。
- 风险提示:** (1) 政策与法律监管变动风险；(2) 选营落地的进度与结果风险；(3) 股利支付率不能维持的风险；(4) 教学质量波动的风险；(5) 研报使用信息滞后或更新不及时风险。

## 内容目录

<b>1. 历史治理优秀的职业教育集团</b> .....	<b>- 5 -</b>
1.1 业绩稳健、低估值、高分红职教标的 .....	- 5 -
1.2 发展历史与规模 .....	- 7 -
<b>2. 政策鼓励而非打压，选营落地需要时日</b> .....	<b>- 9 -</b>
2.1 当前估值下，政策是核心问题 .....	- 9 -
2.2 职教政策脉络梳理：方向清晰，等待落地 .....	- 10 -
2.3 新高教集团学校选营正顺利进行 .....	- 13 -
<b>3. 成长性提供额外吸引力</b> .....	<b>- 14 -</b>
3.1 行业：生育率、入学率与民办学校认可度 .....	- 14 -
3.2 公司：抓住就业的核心竞争力 .....	- 17 -
3.3 学费增长将是未来几年增长主要驱动力 .....	- 19 -
<b>4. 盈利预测与估值</b> .....	<b>- 21 -</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>- 23 -</b>

## 图表目录

图表 1: 公司营收稳步上涨.....	- 5 -
图表 2: 公司持续保持较高净利率.....	- 5 -
图表 3: 公司维持较高的 ROE 水平.....	- 5 -
图表 4: 经营性净现金流稳定且充裕.....	- 5 -
图表 5: 公司毛利率维持稳定.....	- 6 -
图表 6: 员工福利开支近年持续增长.....	- 6 -
图表 7: 新高教估值当前处于历史低位.....	- 6 -
图表 8: 公司 2022 年股利支付率高至 50.03%.....	- 7 -
图表 9: 公司 2022 年股息率在 8.9% 左右.....	- 7 -
图表 10: 公司深耕高教领域多年.....	- 7 -
图表 11: 学校网络覆盖全国 7 个省份.....	- 8 -
图表 12: 公司旗下 8 所高校明细.....	- 8 -
图表 13: 总在校生人数 22 年已突破 14 万人.....	- 8 -
图表 14: 新高教收购学校的 PE 在 10 倍左右.....	- 9 -
图表 15: 21Q1-Q3“双减”政策出台期间教育板块各赛道估值皆下滑.....	- 10 -
图表 16: 营利性学校与非营利学校办学存在诸多不同.....	- 11 -
图表 17: 《民办教育促进法》经修改后肯定民办高等教育的营利性.....	- 11 -
图表 18: 16 年末 17 年初中央密集发布文件推动选营工作.....	- 12 -
图表 19: 新高教集团学校所在的 7 个省份的选营相关政策陆续出台中.....	- 12 -
图表 20: 民办高校选营需走完各项流程方可落地.....	- 13 -
图表 21: 企业所得税变动已反映在当前业绩中.....	- 14 -
图表 22: 05-15 年出生人口保持稳定 (单位: 万人/年).....	- 15 -
图表 23: 高等教育是中国学历教育体制中重要一环.....	- 15 -
图表 24: 高等教育在校生人数与入学率逐年攀升.....	- 16 -
图表 25: 中国高等教育入学率较部分发达国家仍有差距 (2020 年数据).....	- 16 -
图表 26: 新高教学校所在省份的毛入学率仍有提升空间.....	- 17 -
图表 27: 中国民办高等教育学校数、在校生数长期向上.....	- 17 -
图表 28: 中国民办高等教育渗透率稳中有升.....	- 17 -
图表 29: 公司自建的云南、贵州学校学生占比超 40%.....	- 18 -
图表 30: 集团学校就业率保持高位.....	- 18 -
图表 31: 2022 年云南学校在同省民办本科院校中就业率第一.....	- 19 -
图表 32: 2022 年贵州学校在同省民办专科院校中就业率第一.....	- 19 -
图表 33: 公司主要收入构成为学费+住宿费.....	- 20 -

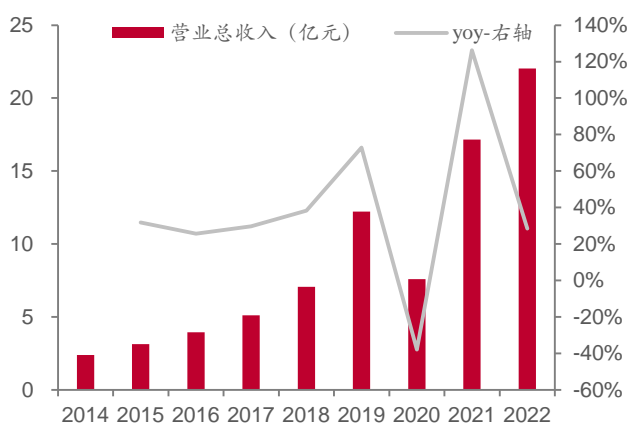
图表 34: 生均学费持续增长 (元/人每年) .....	- 20 -
图表 35: 云南学校部分专业学费保持增长 .....	- 21 -
图表 36: 新高教的学费仍有提升空间 .....	- 21 -
图表 37: 新高教集团 23-25 年的预期收入拆分 .....	- 22 -
图表 38: 公司管理费用率持续下降 .....	- 22 -
图表 39: 公司销售费用率保持低水平 .....	- 22 -
图表 40: 新高教集团与可比公司估值 .....	- 23 -

## 1. 历史治理优秀的职业教育集团

### 1.1 业绩稳健、低估值、高分红职教标的

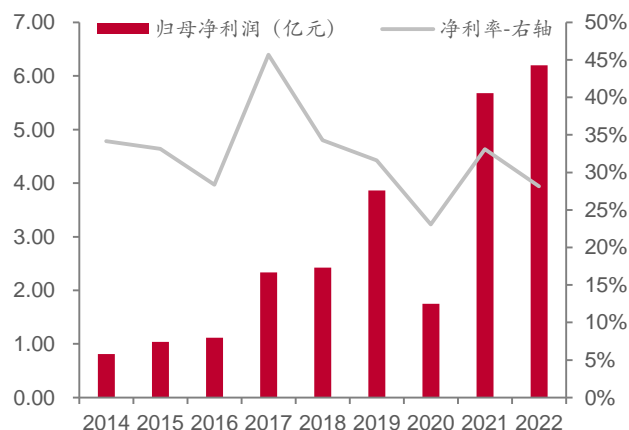
新高教集团作为民办职业教育领域的优质集团公司，上市以来公司收入和业绩稳步增长，具备较高的净利率与 ROE。2014-2022 年，公司收入从 2.38 亿元增长至 22.04 亿元，CAGR 为 32.08%；归母净利润从 0.81 亿元增长至 6.20 亿元，CAGR 为 28.91%。公司净利率、ROE 相对较高。除 2020 年<sup>1</sup>外，公司净利率 28% 以上，近年来 ROE 在 12%-19% 之间。

图表 1：公司营收稳步上涨



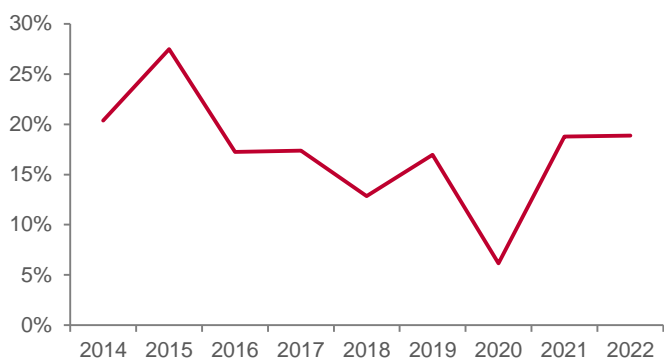
来源：wind，中泰证券研究所

图表 2：公司持续保持较高净利率



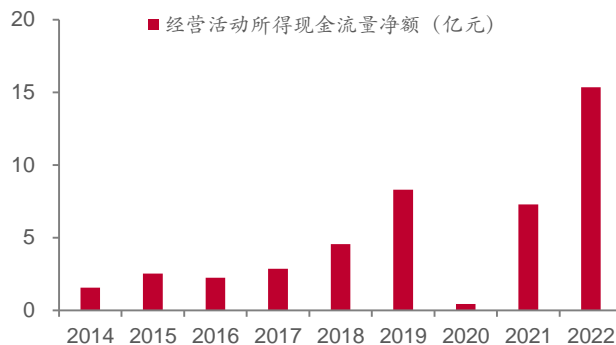
来源：wind，中泰证券研究所

图表 3：公司维持较高的 ROE 水平



来源：wind，中泰证券研究所

图表 4：经营性净现金流稳定且充裕

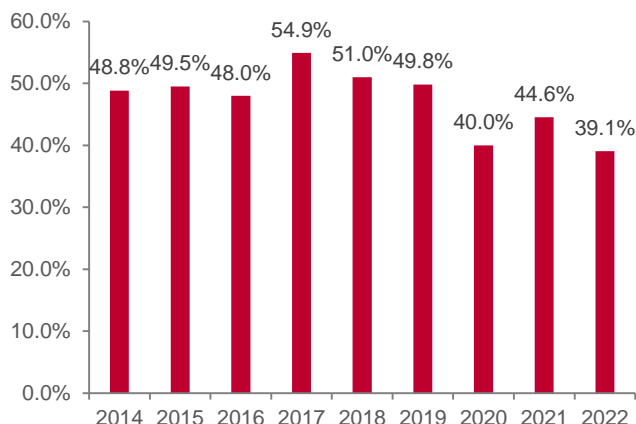


来源：wind，中泰证券研究所

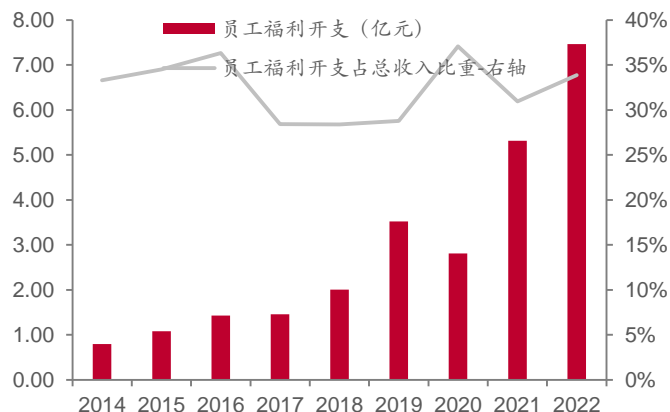
公司的毛利率总体平稳，因 21 年来主动提出“高质量发展”战略加大投入，略有下降。19 年之前维持在 50% 左右<sup>2</sup>，2020 年之后下滑，主要原因系近年来实施高质量发展战略，公司加大人才和教学投入，收入的增速暂低于主营成本的增速。但从最终 ROE 角度来看，“高质量发展”并没有降低公司的整体 ROE 水平。

<sup>1</sup>2020 年，公司将财政年度结算日由 12 月 31 日改为 8 月 31 日，数据范围为 2020 前 8 个月，故 2020 年数据较低，本文以下所有 2020 年数据皆用这一标准。

<sup>2</sup>为与年报保持一致，毛利率计算的分子为营业收入，即只含学费、住宿费，不包含学校对外租金收入、培训服务收入等。

**图表5：公司毛利率维持稳定**


来源：wind，中泰证券研究所

**图表6：员工福利开支近年持续增长**


来源：wind，中泰证券研究所

公司估值处历史低位。新高教集团上市初期，PE (TTM) 在 30X 左右，最高达 51.31X。21 年双减政策对整个教育行业估值重塑，之后公司 PE (TTM) 处于 7 以下，当前位于历史低位。

**图表7：新高教估值当前处于历史低位**


来源：iFinD，中泰证券研究所

虽然估值经历了明显下行，但公司在保持稳健经营的基础上，股利支付率逐年走高，高分红属性凸显。2017-2022 年新高教集团股利支付率从 28.21% 逐步上升至 50.03%。六年间累计现金分红 8.29 亿元。2022 年，公司现金分红 3.1 亿元，股利支付率 50.03%，两项指标均创上市以来新高。以 2023 年 7 月 31 日收盘价 2.68 港币计算，2022 年公司股息率为 8.9%。

**图表8：公司2022年股利支付率高至50.03%**

	现金分红总额(亿元)	归母净利润(亿元)	股利支付率(%)
2017	0.66	2.33	28.21%
2018	0.66	2.43	27.14%
2019	1.05	3.86	27.12%
2020	0.65	1.75	37.01%
2021	2.17	5.68	38.26%
2022	3.10	6.20	50.03%
2023H1	1.86	3.91	47.59%
合计	10.14	26.16	38.78%

来源：公司年报，中泰证券研究所

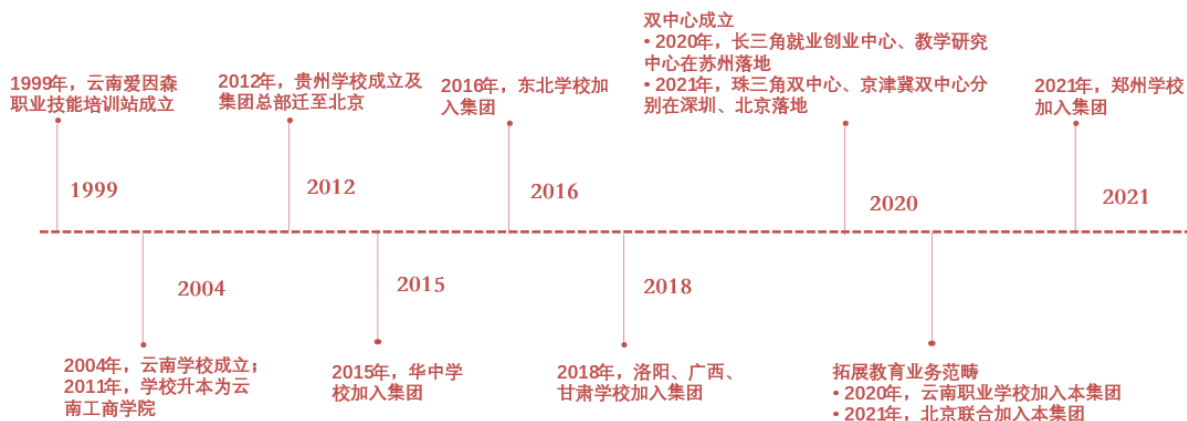
**图表9：公司2022年股息率在8.9%左右**

日期	每股分红(港元)	每股股价(港元)	股息率
2017	0.06	2.68	2.08%
2018	0.05	2.68	1.99%
2019	0.08	2.68	2.81%
2020	0.05	2.68	1.76%
2021	0.17	2.68	6.18%
2022	0.24	2.68	8.90%
2023H1	0.14	2.68	5.07%

来源：公司年报，中泰证券研究所，每股股价按2023.7.31收盘价计算

## 1.2 发展历史与规模

新高教集团是中国民办高等职业教育集团，1999年创办于云南，2017年4月在港交所上市。公司上市后，不断收并购扩大规模。目前在全国已有8所民办高等教育机构，其中云南学校和贵州学校为公司自建，其余6所学校为收购。办学网络覆盖全国7个省份，包括：云南、贵州、湖北、黑龙江、河南、广西及甘肃，总在校学生数22年已突破14万人。

**图表10：公司深耕高教领域多年**


来源：公司年报，中泰证券研究所



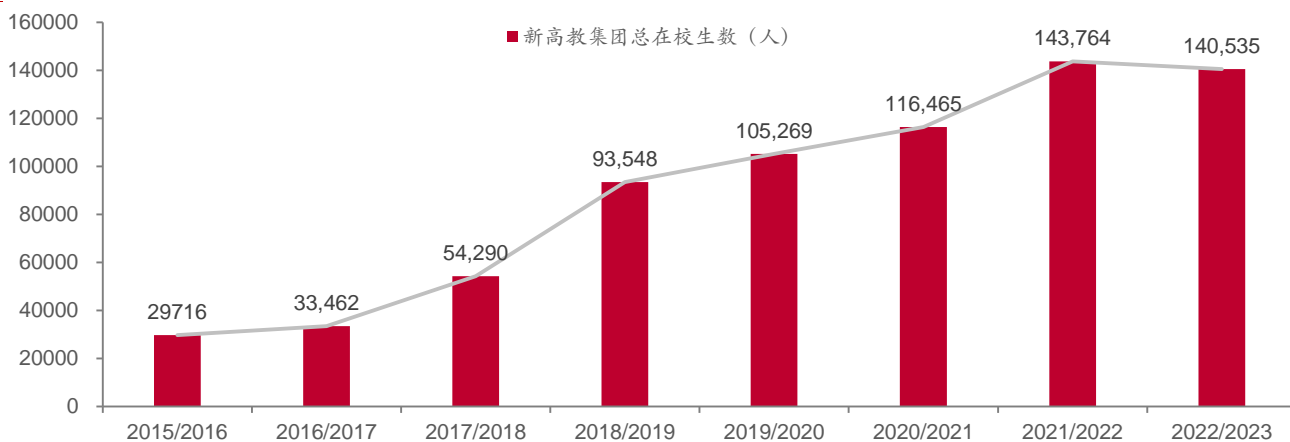
**图表 11: 学校网络覆盖全国 7 个省份**


来源：公司年报，中泰证券研究所

**图表 12: 公司旗下 8 所高校明细**

学校	学校全称	设立方式	设立/收购时间	办学性质	2020/2021 学年在校人数
云南学校	云南工商学院	自建	2005 年	本科+专科	33,380
贵州学校	贵州工商职业学院	自建	2012 年	专科	19,276
东北学校	哈尔滨华德学院	收购	2018 年	本科	9,788
华中学校	湖北恩施学院	收购	2019 年	本科+专科	12,802
洛阳学校	洛阳科技职业学院	收购	2018 年	专科	27,837
广西学校	广西英华国际职业学院	收购	2019 年	专科+高中	13,382
甘肃学校	兰州信息科技学院	收购	2021 年	本科	9,227
郑州学校	郑州城市职业学院	收购	2021 年	专科	- <sup>3</sup>

来源：公司年报，教育部，中泰证券研究所

**图表 13: 总在校生人数 22 年已突破 14 万人**


来源：公司年报，中泰证券研究所

<sup>3</sup> 郑州学校在校人数未在公司的年报中披露



**图表 14: 新高教收购学校的 PE 在 10 倍左右<sup>4</sup>**

学校	收购价格 (百万元)	净利润 (百万元)				收购 PE(参考收购的年份)
		2021	2020	2019	2018	
东北学校	674.37	83.25	70.61	-	-	8.10(2021)
广西学校	347.51	-	28.60	22.33	20.16	12.15(2020)
河南学校	486.30	-	-	45.64	22.40	10.65(2019)
甘肃学校	670.15	-	-	-	-	-
郑州学校	673.52	-	-	-	-	-
华中学校	603.83	-	-	-	-	-

来源：公司公告，中泰证券研究所

## 2. 政策鼓励而非打压，选营落地需要时日

目前高教板块估值较低，反映的是市场对政策变量的担忧。在仔细分析职业教育行业的政策历史后，我们认为，当前政策变量方向清晰且积极，只不过具体每所学校的选营需要等待真正落地。

### 2.1 当前估值下，政策是核心问题

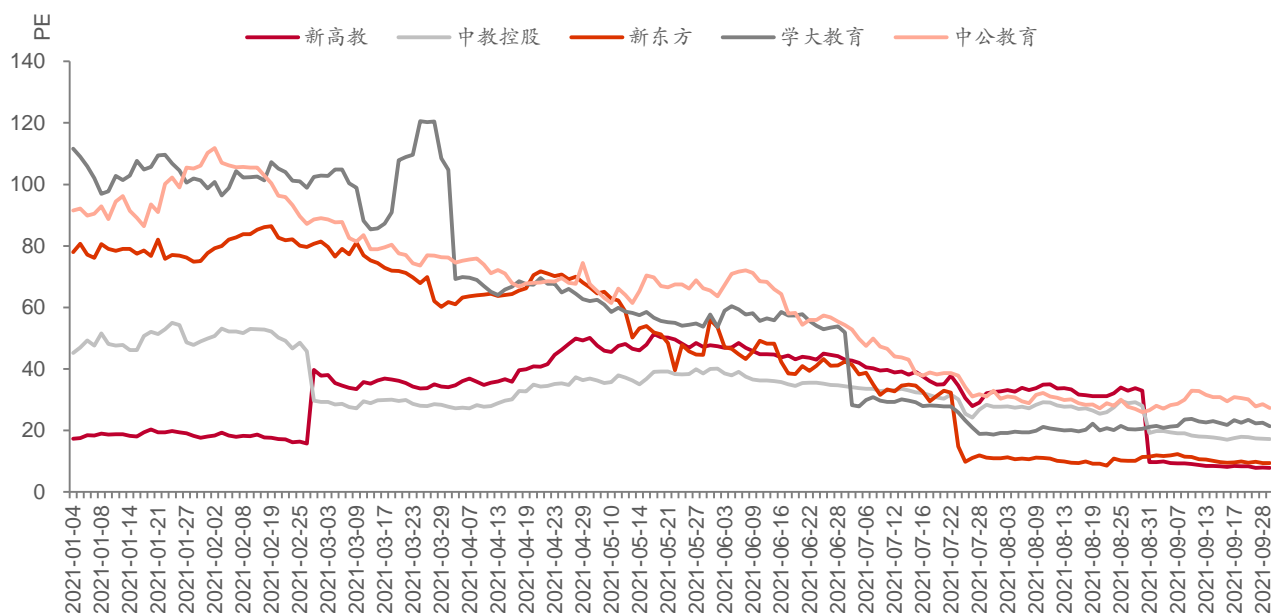
**职教商业模式本身并不差。**十年树木百年树人，公司所处的职业教育赛道以就业率打造口碑，获得持续的生源，通过收取学费与住宿费获得收入利润。教育集团旗下各学校生源稳定，净利率、ROE 相对较高且现金流充裕，其商业模式本身并不是低估值的原因。

**政策是压制估值的较为核心的变量。高等职业教育赛道与 K12 天然有别，但当前估值均被压制。**我们认为当前估值被压制的核心原因有二：1.投资者基于自上而下的投资认知，教育板块一荣俱荣一损俱损。我们选取 K12 赛道新东方、学大教育、成人培训赛道中公教育、高等职教赛道新高教集团、中教控股，发现 21Q1-Q3 “双减”<sup>5</sup>政策出台期间，虽然政策只是针对 K12 教育，但几乎所有教育相关板块估值都出现大幅下滑。2.高等职业教育自身政策持续演进，虽然方向清晰且积极，但正在规范化过程中，具体学校选营尚未完全落地。

<sup>4</sup> 收购价格为多次收购价格（若有）之总和，净利润为公告所示标的资产年度税后净利润。

<sup>5</sup> 即 2021 年 7 月 24 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》。

图表15：21Q1-Q3 “双减”政策出台期间教育板块各赛道估值皆下滑



来源：iFind，中泰证券研究所

## 2.2 职教政策脉络梳理：方向清晰，等待落地

回溯民办高等教育相关政策，我们认为政策演变紧紧围绕“资本在高等教育领域是否能获取正常回报”这一核心线索展开。以2017年为时间节点，民办教育的政策分为两个阶段。2017年以前为第一阶段，高教领域获取资本回报没有明确法律文件依据。2017年后为第二阶段，以《民办教育促进法》修改为标志，民办教育取得投资回报获得政策支持。

### 第一阶段，法律法规未给民办高校营利性提供依据。

在区分营利性和非营利性学校之前，职业教育的学校上市较难，核心原因在于学校作为具有公益属性的机构，难以按资产的概念进行界定。从国家的法律法规依据看，2003年之前民办职业教育的主要依据为《社会力量办学条例》，其中明确说明“社会力量举办教育机构，不得以营利为目的。”

### 第二阶段，以2017年《民办教育促进法》修改为标志，资本在高等教育领域取得投资回报具备了政策依据。

2016年11月，第十二届全国人民代表大会常务委员会第二十四次会议通过对《中华人民共和国民办教育促进法》的修改<sup>6</sup>，首次明确提出：“民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或者营利性民办学校。”选择营利性，意味着学校资产将可以企业化运营，营利性学校在学费收费标准、办学收益、税收等方面都将与非营利性学校区别。16年末17

<sup>6</sup> 该修改自2017年9月1日起施行

年初，中央密集发布几部相关法规文件，已逐步厘清先前的模糊地带，为接下来的民办学校分类登记与营利性选择提供法律依据。

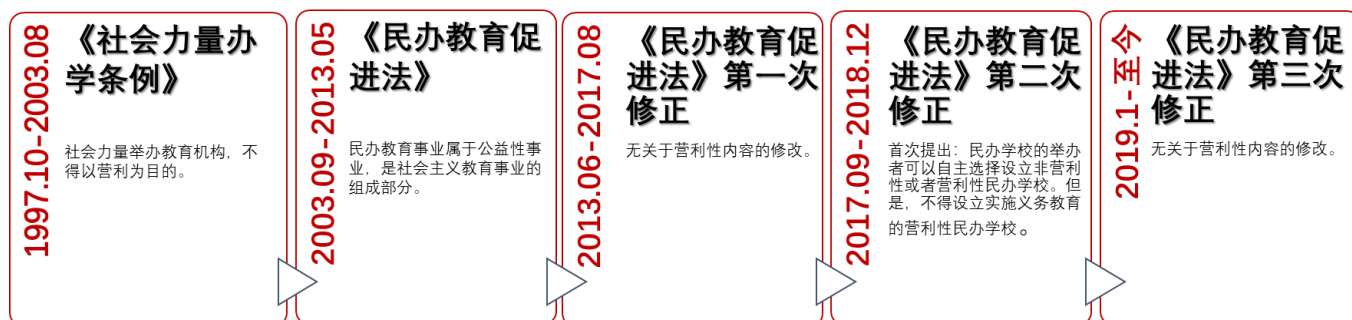
2017 年之后，各省开始陆续出台民办学校分类登记实施细则，节奏不一。2021 年 5 月，《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》自 2004 年后首次重修，民办教育政策已基本完善。新高教集团学校所在的 7 个省份中，都陆续在 17、18、19 三年间出台了促进民办教育健康发展的实施意见，鼓励社会力量兴办教育；各省民办学校分类登记实施办法也在 19 年后逐步出台。

**图表 16：营利性学校与非营利学校办学存在诸多不同**

项目	营利性民办学校	非营利性民办学校
收取营运收益	学校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、行政法规的规定处理。	学校举办者不得取得办学收益，学校的办学结余全部用于办学。
牌照及登记	须由法人企业办理民办学校办学牌照、营业执照及其他登记手续	民办非企业单位的民办学校办学牌照及登记证
收费	营利性民办学校的收费标准，实行市场调节，由学校自主决定。	非营利性民办学校收费的具体办法，由省、自治区、直辖市人民政府制定
税务待遇	国家规定的优惠税务待遇	与公立学校同样的优惠税务待遇
土地	通过土地分配或土地转让取得	通过土地分配取得
公众资金	以订购服务、学生贷款、奖学金、租用或收购未动用国有资产等形式收取公众资金	以订购服务、学生贷款、奖学金、租用或收购未动用国有资产和政府补助、奖励金及捐赠等方式收取公众资金
清盘	学校举办者可于清还学校的债务后取得学校的剩余资产	学校举办者在该民办学校清盘时将获补偿。学校余下资产将继续用于非营利性民办学校营运

来源：公司招股书，《中华人民共和国民办教育促进法》，中泰证券研究所

**图表 17：《民办教育促进法》经修改后肯定民办高等教育的营利性**



来源：教育部，中泰证券研究所

**图表18：16年末17年初中央密集发布文件推动选营工作**

发布时间	通知/政策名称	营利性相关内容
2016.11	全国人民代表大会常务委员会关于修改《中华人民共和国民办教育促进法》的决定	民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或者营利性民办学校。但是，不得设立实施义务教育的营利性民办学校。 非营利性民办学校的举办者不得取得办学收益，学校的办学结余全部用于办学。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、行政法规的规定处理。 非营利性民办学校收费的具体办法，由省、自治区、直辖市人民政府制定；营利性民办学校的收费标准，实行市场调节，由学校自主决定。 民办学校享受国家规定的税收优惠政策；其中，非营利性民办学校享受与公办学校同等的税收优惠政策。 新建、扩建非营利性民办学校，人民政府应当按照与公办学校同等原则，以划拨等方式给予用地优惠。新建、扩建营利性民办学校，人民政府应当按照国家规定供给土地。
2017.01	《国务院关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的若干意见》	选择登记为非营利性民办学校的，终止时，民办学校的财产依法清偿后有剩余的，按照国家有关规定给予出资者相应的补偿或者奖励，其余财产继续用于其他非营利性学校办学；选择登记为营利性民办学校的，应当进行财务清算，依法明确财产权属，终止时，民办学校的财产依法清偿后有剩余的，依照《中华人民共和国公司法》有关规定处理。
2017.01	教育部等五部门关于印发《民办学校分类登记实施细则》的通知	现有民办学校选择登记为营利性民办学校的，应当进行财务清算，经省级以下人民政府有关部门和相关机构依法明确土地、校舍、办学积累等财产的权属并缴纳相关税费，办理新的办学许可证，重新登记，继续办学。
2017.01	教育部人力资源社会保障部工商总局关于印发《营利性民办学校监督管理实施细则》的通知	营利性民办学校应当坚持教育的公益性，始终把培养高素质人才、服务经济社会发展放在首位，实现社会效益与经济效益相统一。 营利性民办学校执行《中华人民共和国公司法》及有关法律规定的财务会计制度。学校应当独立设置财务管理机构，统一学校财务核算，不得账外核算。 营利性民办学校拥有法人财产权，存续期间，学校所有资产由学校依法管理和使用，任何组织和个人不得侵占、挪用、抽逃。

来源：教育部，中泰证券研究所

**图表19：新高教集团学校所在的7个省份的选营相关政策陆续出台中**

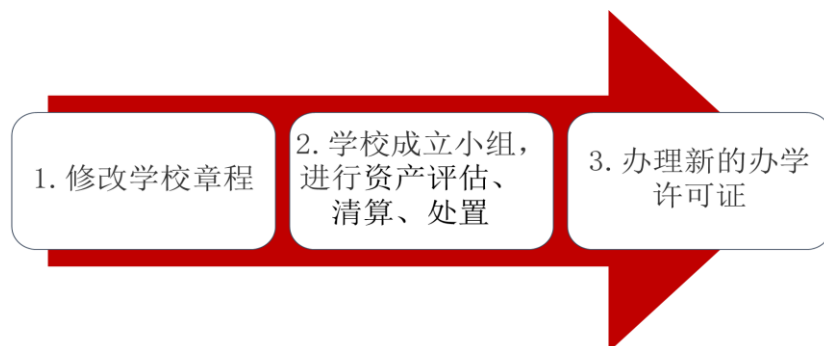
省份	是否出台促进民办教育发展意见	出台年份	是否出台民办学校分类登记实施办法	出台年份
云南	√	2017	√	2019
甘肃	√	2017	√	2018
贵州	√	2018	√	2019
广西	√	2018	√	2022
黑龙江	√	2019	√	2019
河南	√	2018	-	-
湖北	√	2017	-	-

来源：各省教育厅，中泰证券研究所

上市公司学校选择营利性大势所趋，实施层面最终落地仍需时日。我们认为，考虑到上市公司分红需求，旗下学校选择营利性将是大势所趋。但在实施层面，目前仍在进行中，各省基本都已出台实施细则，鉴于选

营所需流程较为复杂<sup>7</sup>，各校完成尚需时日。

**图表 20：民办高校选营需走完各项流程方可落地**



来源：中泰证券研究所

### 2.3 新高教集团学校选营正顺利进行

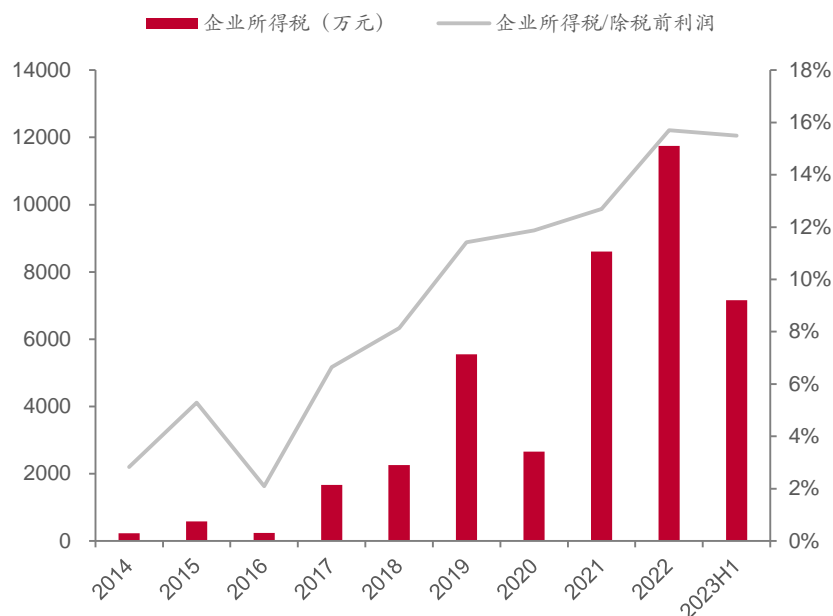
根据公司的 23 年半年报，东北学校、广西学校、云南学校和贵州学校正在根据相关省级主管部门的指引办理分类登记手续，选择营利性学校。其他学校尚需等待省级文件明确选营细则。

选营后，学校主要的成本增加来自于两方面：1.企业所得税；2.土地出让金。

**企业所得税变动已反映在当前业绩中。**在未选营之前，学校运营可无需缴纳企业所得税。根据新高教集团最新 22 年报，旗下运营学校已开始缴纳企业所得税，其中在云南、贵州、广西、甘肃、湖北省的学校可享受西部大开发 15%的企业所得税优惠，因此当前业绩中已经反映了选营所得税带来的成本变化。

<sup>7</sup> 现有职校选择营利性至少需走三个关键步骤。第一，修改学校章程（同时获得省级监管部门选营许可）；第二，学校成立小组进行资产评估、清算、处置（包括对土地、校舍等进行产权归属并缴纳税费）；第三，办理新的办学许可证。

**图表 21：企业所得税变动已反映在当前业绩中**



来源：wind，中泰证券研究所

土地性质问题或牵扯土地出让金补缴，但预计对业绩影响有限。根据《中华人民共和国土地管理法》，基础设施用地和公益事业用地可以用划拨方式取得。学校一旦选择营利性，意味着原土地变为经营性用地，则可能需缴纳土地使用权出让金等土地有偿使用费，或通过长期租赁等方式使用。新高教集团下属 8 所学校，有少部分土地面临性质转变问题，选营后预计会牵扯土地出让金补缴。但由于新高教集团的学校选址为非核心区域地段，且相关成本按 40-50 年摊销，我们预计这类费用，对公司业绩影响将较为有限。

### 3. 成长性提供额外吸引力

政策变量对公司估值的压制是“0”和“1”的关键问题，而成长性对公司估值的影响是“1”确认后的空间问题。无论是历史数据还是预期未来，新高教集团业绩仍保持一定的成长性，成长性为估值修复空间提供较好延展。

#### 3.1 行业：生育率、入学率与民办学校认可度

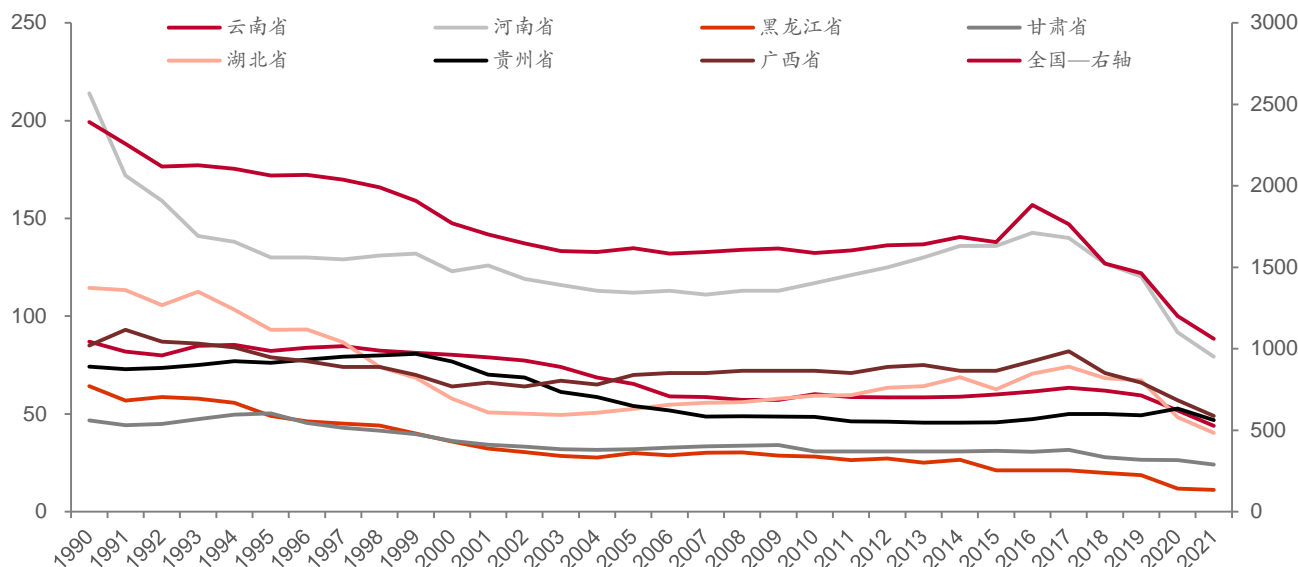
市场曾担心出生人口下行对公司成长性的影响，而实际上，民办职业院校的入学人数是由出生人口、入学率、民办职业学校认可度、集团学校的就业率所共同决定的。其中，除了出生人口在潜在的未来（10 年以后）或有影响，其他因素都在走向积极。

潜在生源取决于出生人口，05-15 年出生人口保持稳定，未来 10 年无忧。从 1990 年之后，全国出生人口数量有所向下。然而，未来 10 年高等教育主要生源来自 05-15 年出生人口，这段时间出生人口数量总体



保持稳定。从全国口径看，2005-2015 年出生人口数量基本都保持在 1600 万人/年左右，甚至 10 年后出现小幅反弹。对于新高教有布局学校的 6 个省份，05-15 年的出生人口数量总体保持稳定，个别省份分化。黑龙江省出生人口由 05 年 30.1 万人次/年下跌至 15 年 21.2 万人次/年，贵州省由 05 年 54.0 万人次每年下跌至 15 年 45.7 万人次/年，其余 5 省年出生人口均保持平稳甚至稳中有升。

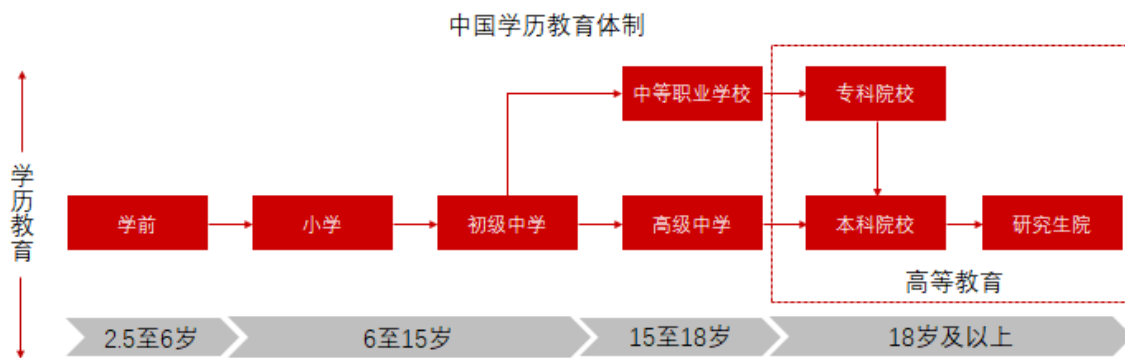
**图表 22：05-15 年出生人口保持稳定（单位：万人/年）**



来源：中国国家统计局，各省统计年鉴，中泰证券研究所

当前行业发展持续受益于中国高等教育毛入学率提升，相较发达国家仍有提升空间。从全国的角度看，2012 年至 2021 年，中国高等教育毛入学率从 30% 提升至 57.8%，高等教育在校生数<sup>8</sup>由 2563 万人增至 3829 万人，CAGR 为 4.6%。从国际看，我国高等教育与发达国家仍有一定差距，2020 年中国高等教育入学率不足 60%，发达国家普遍在 70% 以上，高等教育毛入学率的提升趋势有望持续。

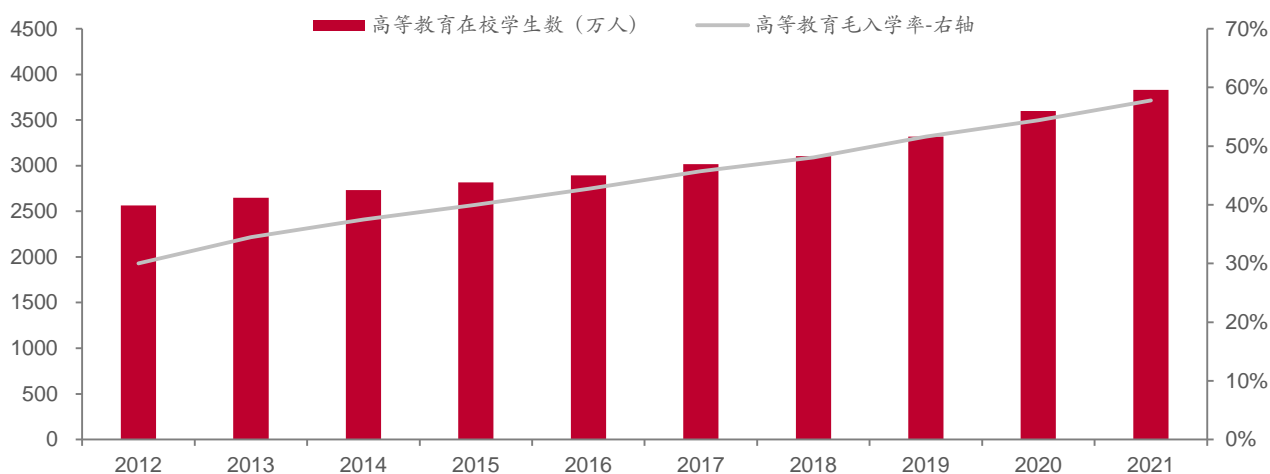
**图表 23：高等教育是中国学历教育体制中重要一环**



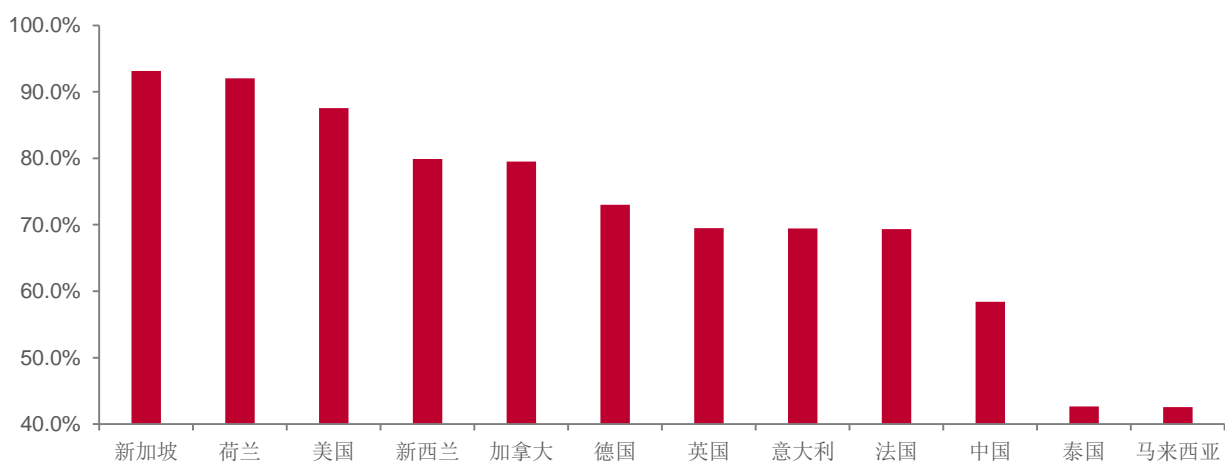
<sup>8</sup> 此处仅包括研究生和普通本专科在校生数。



来源：公司招股书，中泰证券研究所

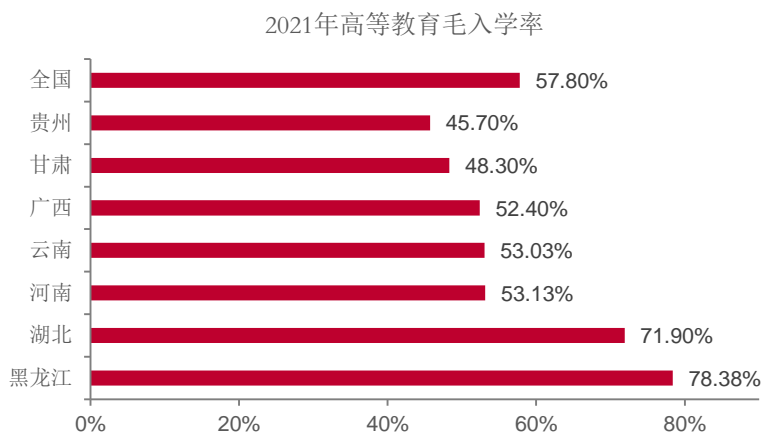
**图表24：高等教育在校生人数与入学率逐年攀升**


来源：教育部，中泰证券研究所

**图表25：中国高等教育入学率较部分发达国家仍有差距（2020年数据）**


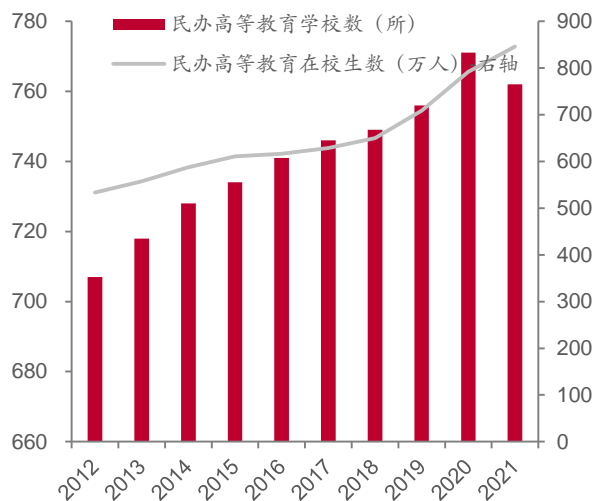
来源：世界银行，中泰证券研究所

公司学校所在省份高等教育发展各异，毛入学率整体仍较低。从高等教育毛入学率看，2021年，我国高等教育毛入学率为57.8%。公司旗下学校中，河南、云南、广西、甘肃、贵州2021年高等教育毛入学率分别为53.13%、53.03%、52.4%、48.3%、45.7%，低于全国平均水平，这种布局战略，使得公司未来能够享受的毛入学率提升的空间更大。

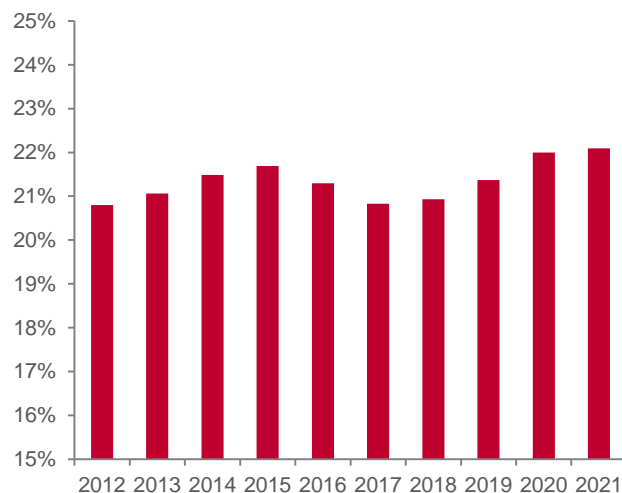
**图表 26：新高教学校所在省份的毛入学率仍有提升空间**


来源：教育部，各省教育厅，中泰证券研究所

民办高等教育的社会认可度长期看有提升趋势。从学校数量和规模看，2012年至2021年，我国民办高等学校数量由707增加至762所，在校学生数由533万人增至846万人，CAGR为5.3%，略高于高等教育在校生数4.1%的增速。从民办高等教育渗透率<sup>9</sup>看，民办高等教育渗透率由2012年的20.8%增至2021年的22.1%，表明民办教育的重要性及认可度在逐步提高。

**图表 27：中国民办高等教育学校数、在校生数长期向上**


来源：教育部，中泰证券研究所

**图表 28：中国民办高等教育渗透率稳中有升**


来源：教育部，中泰证券研究所

### 3.2 公司：抓住就业的核心竞争力

<sup>9</sup> 民办高等教育渗透率指相关学习阶段的民办教育（即高等教育）的学生人数占同一阶段在校生总人数（包括公立及民办教育）的比例

民办高校与公办高校的重要区别是办学评价体系的巨大差别。民办学校收入强依赖于生源数量带来的住宿费和学费，能够获得生源的原因是学校毕业生较好的就业情况。因此，对民办学校而言，就业指标在办学评价体系中位居核心位置。好就业吸引充足生源，新高教集团学校在学生就业方面相较同行领先，在校生成数增速超过同省平均。

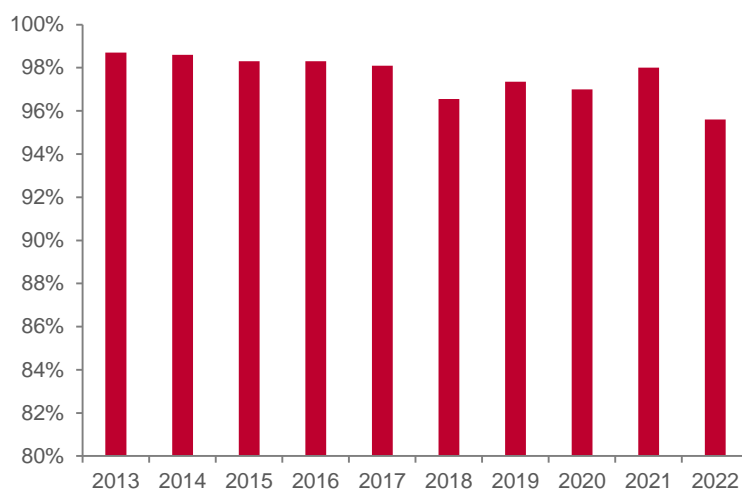
以就业为导向，新高教多所学校就业率在同省民办高校中靠前。总体来看，集团 13-21 年最终就业率始终在 95%以上，且集团学校与省内高校相比，就业率靠前。以自建的云南、贵州学校为例，22 年毕业生就业率分居各省前列。2022 年，云南共 9 所本科层次民办高校，在已公布的 8 所高校中，新高教的云南工商学院以就业率 86.62%居第一。贵州共 9 所专科层次民办高校，在已公布的 5 所高校中，新高教的贵州工商职业学院以就业率 96.95%居第一。

**图表 29：公司自建的云南、贵州学校学生占比超 40%**

学校	2020/2021 学年在校生数 (人)	占比
云南学校	33,380	26.56%
贵州学校	19,276	15.34%
东北学校	9,788	7.79%
华中学校	12,802	10.19%
河南学校	27,837	22.15%
广西学校	13,382	10.65%
甘肃学院	9,227	7.34%
郑州学校	-	-
合计	125,692	100.00%

来源：公司年报，中泰证券研究所

**图表 30：集团学校就业率保持高位**



来源：公司年报，中泰证券研究所

**图表 31：2022 年云南学校在同省民办本科院校中就业率第一**

排名	学校	就业率
1	云南工商学院	86.62%
2	昆明理工大学津桥学院	85.79%
3	云南大学滇池学院	85.36%
4	丽江文化旅游学院（原云南大学旅游文化学院）	85.18%
5	云南艺术学院文华学院	82.36%
6	昆明文理学院（原云南师范大学文理学院）	79.33%
7	昆明医科大学海源学院	77.44%
8	云南经济管理学院	64.85%
	昆明城市学院（原云南师范大学商学院）	-

来源：教育部，各学校就业质量报告，中泰证券研究所

**图表 32：2022 年贵州学校在同省民办专科院校中就业率第一**

排名	学校	就业率
1	贵州工商职业学院	96.95%
2	贵州盛华职业学院	90.69%
3	贵州工程职业学院	85.16%
4	贵州工贸职业学院	81.60%
5	贵州应用技术职业学院	78.74%
	贵州城市职业学院	-
	贵州民用航空职业学院	-
	贵州铜仁数据职业学院	-

来源：教育部，各学校就业质量报告，中泰证券研究所

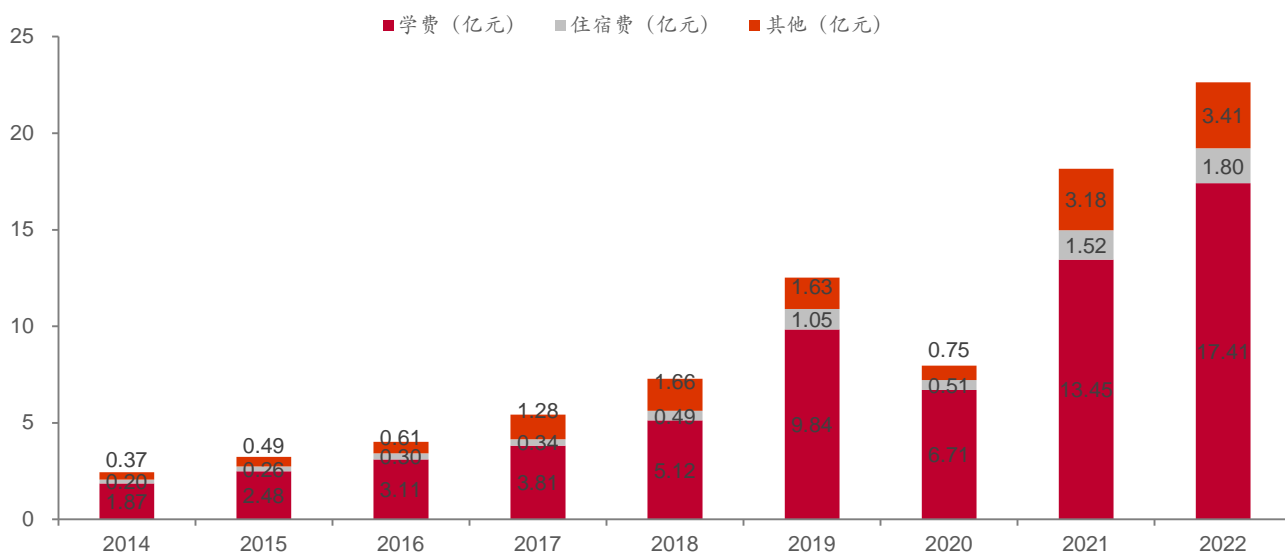
新高教自建的云南、贵州学校在校生增速高于同省民办高校。新高教的自建学校运营历史较长，能够较好反映学校就业带来的生源增长。云南学校和贵州学校作为集团自建的两所高校，2020/2021 学年两所学校在校生数合计占比 41.89%。2014 至 2021 年，新高教云南学校在校生数由 1.46 万人增至 3.34 万人，CAGR 为 12.52%，高于同省民办高校在校生数增速(CAGR 11.46%)；同期，贵州学校在校生数由 0.4 万人增至 1.93 万人，CAGR 为 25.31%，亦高于同省水平(CAGR 5.53%)。

**较好的就业率源自公司的价值观念与集团化管理下的优质就业服务。**首先，学校就业率的高低并不是由单一环节决定的，而是由立校的初心、学科设置、教师队伍、就业资源、政府认可度等各方面综合达成的。我们认为新高教集团较好的就业率首先来自于公司办学的初心，董事长李孝轩在教育领域已深耕超 20 年。在创业之初，李孝轩就提出“帮助学生成功”的办学宗旨，将教育教学为学生成功就业、高质量就业及其对职业生涯发展的作用和影响程度，作为衡量学院教育教学成败的检验标准。其次从具体的实施来看，公司保证就业率的具体措施主要体现在：1.新高教在长三角、珠三角和京津冀设立的三个就业服务中心，通过专业团队对接企业和即将毕业的学生。2.借助集团优势开展深入的产教融合。截至 23 年中报，公司共建设 47 个现代产业学院、250 余个名企就业班及英才班、840 余个实验实训基地。3.治理集团化。通过向院校输送中高层管理干部，统一优势专业建设标准，提升教学质量和就业水平。

**较好就业率有望提升学额长期向上。**民办高校的招生计划即学额一般由省教育厅和学校共同决定。较高的就业率保证学生报到率以及招生计划的完成，从长期看将有助于提升学校的学额。

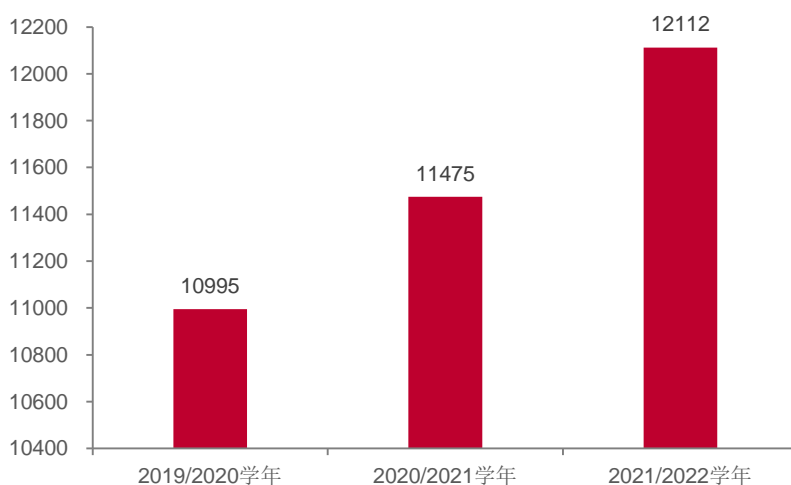
### 3.3 学费增长将是未来几年增长主要驱动力

公司主要收入构成为学费+住宿费。根据 2014-2020 年财年数据，收入中学费的占比最重，占比 70%以上，住宿费占比 6%-9%。除学费、住宿费之外，还包括学校的培训服务收益、物业收租、政府补贴等。

**图表33: 公司主要收入构成为学费+住宿费**


来源: 公司年报, 中泰证券研究所

公司盈利最核心来源为学费住宿费增加, 过去几年受益于并购, 带来学生数量与生均收费的双升, 未来几年公司以高质量发展为主要战略, 增长驱动力主要来自于生均收费的提升。1.从学生数绝对值方面, 受益于近年来的持续收并购, 2018-21年, 公司学生数量增长较快(见前文图表13)。2.生均学费方面, 近几年保持持续增长, 部分学校部分专业能够保持10%以上的学费增速。当前, 新高教集团与同行业其他公司相比, 生均学费尚低。我们预计, 随着公司高质量发展的战略推进, 在未来几年, 生均学费仍能保持不错的增长。

**图表34: 生均学费持续增长(元/人每年)**


来源: 公司年报, 中泰证券研究所, 21/22学年数据为22年报中的学费/在校生人数, 其余两年来自公司年报

**图表35：云南学校部分专业学费保持增长（单位：元/学年）**

层次	专业	2019/2020 学年	2020/2021 学年	2021/2022 学年
本科	视觉传达设计	22000	22000	29000
本科	软件工程	18000	18000	21800
本科	会计学	18000	18000	22800
本科	计算机科学与技术	18000	18000	25800
专科	空中乘务	13000	14900	16000
专科	学前教育	11000	12980	15000

来源：云南工商学院官网，中泰证券研究所

**图表36：新高教的学费仍有提升空间**

公司	学校	学费对应的办学层次	学年	学费区间（元/学年）
希望教育	四川天一学院	专科	22-23	10800-14400
希望教育	四川文化传媒职业学院	专科	23-24	9000-14400
中教控股	广州松田职业学院	专科	23-24	18000-19500
中国科培	哈尔滨石油学院	专科	23-24	20800-24800
<b>新高教集团</b>	<b>洛阳科技职业学院</b>	<b>专科</b>	<b>23-24</b>	<b>13600-16000</b>
<b>新高教集团</b>	<b>广西英华国际职业学院</b>	<b>专科</b>	<b>22-23</b>	<b>8500-11800</b>
中教控股	广州白云学院	本科	23-24	29800-49800
中教控股	江西科技学院	本科	22-23	24600-25000
中教控股	海口经济学院	本科	22-23	28900-69900
中国科培	广东理工学院	本科	23-24	31800-39900
中国科培	淮北理工学院	本科	23-24	19800
<b>新高教集团</b>	<b>云南工商学院</b>	<b>本科</b>	<b>21-22</b>	<b>18000-29000</b>
<b>新高教集团</b>	<b>湖北恩施学院</b>	<b>本科</b>	<b>23-24</b>	<b>19800-25800</b>
<b>新高教集团</b>	<b>兰州信息科技学院</b>	<b>本科</b>	<b>23-24</b>	<b>18000-25800</b>
宇华教育	湖南涉外经济学院	本科	23-24	31800-33800
宇华教育	山东英才学院	本科	23-24	28000-37800

来源：公司年报，各学校官网，中泰证券研究所

## 4.盈利预测与估值

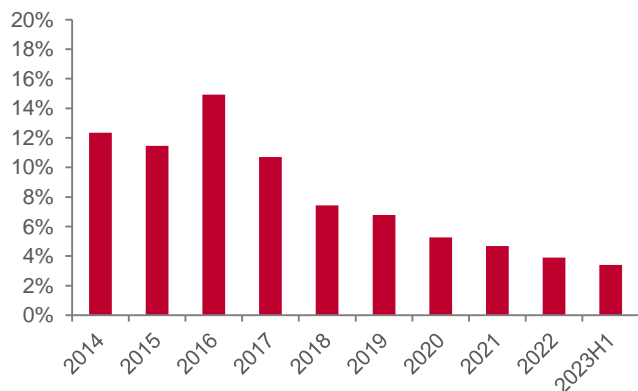
预计公司 23/24/25 年总收入分别为 24.25/26.67/29.78 亿元，yoy10.0%/10.0%/11.7%。影响营收最核心的变量为在校生人数、生均学费以及生均住宿费。考虑到在校生人数 22/23 年半年报已披露，新高教的总在校生人数规模于 22-23 学年已经出现小幅下降(同比降 2.2%)，主要因为调结构（部分院校将专科人数压缩，增加本科人数），预期未来在校生总人数保持平稳。预计 23/24/25 年，在校生人数分别为 140535/143008/146747 人，yoy -2.2%/1.8%/2.6%。根据前文以及公司的历史数据，生均学费、生均住宿费预期仍保持较好增长，预计 23/24/25 年，生均学费为 13839.6/15069.7/16383.3 元，yoy 14.3%/8.9%/8.7%。生均住宿费为 1352.3/1414.7/1527.2 元，yoy 7.7%/4.6%/7.9%。

**图表37：新高教集团23-25年的预期收入拆分**

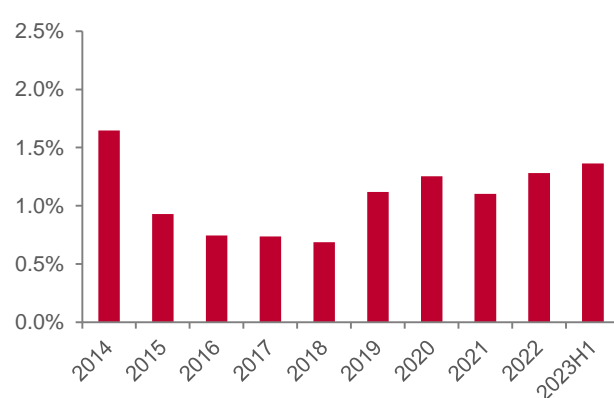
	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
在校学生数(人)	105,269	116,465	143,764	140,535	143,008	146,747
yoy		10.6%	23.4%	-2.2%	1.8%	2.6%
生均学费(元/人)	6372.4	11551.0	12112.0	13839.6	15069.7	16383.3
yoy		81.3%	4.9%	14.3%	8.9%	8.7%
生均住宿费(元/人)	482.9	1306.5	1255.4	1352.3	1414.7	1527.2
yoy		170.6%	-3.9%	7.7%	4.6%	7.9%
学费(百万元)	670.8	1345.3	1741.3	1944.9	2155.1	2404.2
yoy		100.5%	29.4%	11.7%	10.8%	11.6%
住宿收入(百万元)	50.8	152.2	180.5	190.0	202.3	224.1
yoy		199.4%	18.6%	5.3%	6.5%	10.8%
合计(百万元)	721.65	1497.45	1921.75	2134.99	2357.40	2628.31
yoy		107.5%	28.3%	11.1%	10.4%	11.5%
其他收入(百万元)	36.45	218.16	281.97	290	310	350
yoy		498.5%	29.2%	2.8%	6.9%	12.9%
总收入(百万元)	758.10	1715.61	2203.72	2424.99	2667.40	2978.31
yoy		126.3%	28.5%	10.0%	10.0%	11.7%

来源：公司年报，中泰证券研究所

毛利率维持稳定，费用率保持较低水平。毛利率方面，我们认为公司的高质量发展战略会持续。因此，尽管公司14-19年历史毛利率数据维持在50%左右，考虑到公司持续加大人才和教学投入，预期23/24/25年毛利率水平为38.7%/38.5%/38.0%。费用率方面，公司的管理费用无论从费率还是从绝对值的角度看，上市以来都是持续下降，考虑到收入端的持续提升，预期未来管理费用率<sup>10</sup>仍将保持较低水平，23/24/25管理费用率预计为3.4%/3.2%/3.1%。销售费率，参考公司的历史数据，也保持较低水平，预计23/24/25销售费用率为1.36%/1.36%/1.39%。

**图表38：公司管理费用率持续下降**


来源：iFinD，中泰证券研究所

**图表39：公司销售费用率保持低水平**


来源：iFinD，中泰证券研究所

<sup>10</sup> 管理费用率口径为管理费用/总收入，销售费用同理



综上，在考虑到旗下学校选营对公司业绩可能的影响后，我们预计公司 23/24/25 年归母净利润 6.90 /7.59/8.35 亿元，增速 11%/10%/10%。按 50%的股利支付率，按当前股价<sup>11</sup>计算，23/24/25 年股息率分别为 9.9%/10.9%/12.0%。

**首次覆盖，给予“买入”评级。**我们选取港股教育类相关上市公司，对应 2023 年盈利预期，可比公司平均 PE 为 5.18 倍，新高教当前市值对应 23 年 PE 5.08 倍。首先，我们认为职业教育板块存在系统性的低估（原因前文已着重分析），待选营逐步落地，行业整体估值压制将解除；其次，我们认为新高教集团在职业教育板块中的质地和空间较为优秀，公司历史业绩反映了公司治理与能力，当前的高分红率保护了股东的持股利益。我们认为，若后续选营工作逐步落地，公司 PE 有望向 10-15 倍靠拢，具有显著空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表 40：新高教集团与可比公司估值**

可比公司估值								
代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (2023E, 亿元)	归母净利润 (2024E, 亿元)	归母净利润 (2025E, 亿元)	PE (2023)	PE (2024)	PE (2025)
1890.HK	中国科培	42.06	8.67	10.00	11.65	4.85	4.21	3.61
0839.HK	中教控股	152.75	20.56	23.48	27.18	7.43	6.51	5.62
1765.HK	希望教育	40.66	7.22	8.25	9.99	5.63	4.93	4.07
6169.HK	宇华教育	29.05	10.40	7.48	7.64	2.79	3.88	3.80
	平均					5.18	4.88	4.28
2001.HK	新高教集团	35.02	6.90	7.59	8.35	5.08	4.61	4.19

来源：新高教集团盈利预测为中泰预测，其他可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，中泰证券研究所，市值数据为 2023 年 08 月 10 日

## 5.风险提示

### ■ 政策与法律监管变动风险

高等职业教育虽近年获得政策支持，但教育作为政府强监管行业，政策与法律层面的不时变动对行业内主体的发展走向具有普遍影响，其中的不确定性需持续关注。整体而言，我们认为在职业教育领域，发生此类风险属于小概率事件。

### ■ 选营落地的进度与结果风险

虽然公司选营工作已经在顺利推进，且整体制度层面已有法律依据，但对于具体学校的选营进度与利润影响程度有待进一步落地，落地的时间和结果仍有不确定性。

### ■ 股利支付率不能维持的风险

新高教集团近年来股利支付率维持在较高水平，是对于持有期间收益的有力保证，若股利支付率出现明显下降，或将显著影响持股收益。

### ■ 教学质量波动的风险

<sup>11</sup> 按 2023 年 8 月 10 日收盘价计算

公司整体教学质量较高，大概率保持平稳提升，但学校经营仍然需要应对较多具体决策与行业需求变化，若个别学校、个别专业出现一些短期经营变化，则可能影响到公司业绩以及集团的口碑。

■ **研报使用信息滞后或更新不及时风险**

本篇研报主要以 22 年及以前的数据为主，存在信息滞后与更新不及时风险。

## 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万人民币					单位:百万人民币				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1,081	766	1,322	1,368	营业总收入	2,204	2,425	2,667	2,978
应收款项合计	119	128	171	156	主营业务收入	1,922	2,135	2,357	2,628
存货	0	0	0	0	其他营业收入	282	290	310	350
其他流动资产	276	473	428	488	营业总支出	1,400	1,515	1,666	1,860
流动资产合计	1,476	1,367	1,921	2,012	营业成本	1,171	1,309	1,450	1,630
固定资产净额	4,883	5,384	5,830	6,302	营业开支	229	206	216	231
权益性投资	0	0	0	0	营业利润	804	910	1,001	1,118
其他长期投资	532	165	349	348	净利息支出	93	105	118	144
商誉及无形资产	850	873	891	903	权益性投资损益	0	1	1	0
土地使用权	1,226	1,356	1,389	1,389	其他非经营性损益	1	0	0	0
其他非流动资产	106	138	145	153	非经常项目前利润	712	807	885	974
非流动资产合计	7,597	7,916	8,604	9,095	非经常项目损益	36	15	19	20
资产总计	9,073	9,283	10,525	11,107	除税前利润	748	822	904	994
应付账款及票据	0	69	53	57	所得税	117	131	145	159
短期借贷及长期借贷当期到期部分	1,130	1,180	1,230	1,280	少数股东损益	10	0	0	0
其他流动负债	2,033	1,578	2,224	2,428	持续经营净利润	620	691	759	835
流动负债合计	3,163	2,827	3,507	3,765	非持续经营净利润	0	0	0	0
长期借贷	2,190	2,490	2,290	1,790	净利润	620	690	759	835
其他非流动负债	543	100	102	90	优先股及其他调整项	0	0	0	0
非流动负债合计	2,733	2,590	2,392	1,880	归属普通股股东净利润	620	690	759	835
负债总计	5,896	5,417	5,899	5,645	EPS (按最新股本摊薄)	0.40	0.44	0.49	0.54
归属母公司所有者权益	3,177	3,867	4,626	5,461	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	<b>会计年度</b>				
股东权益总计	3,177	3,867	4,626	5,461	<b>2022</b> <b>2023E</b> <b>2024E</b> <b>2025E</b>				
负债及股东权益总计	9,073	9,283	10,525	11,107	<b>成长能力</b>				
<b>现金流量表</b>					<b>单位:百万人民币</b>				
<b>单位:百万人民币</b>					<b>营业收入增长率</b>				
<b>2022</b> <b>2023E</b> <b>2024E</b> <b>2025E</b>					28.3%   0.0%   0.0%   0.0%				
<b>经营活动现金流</b>					<b>归属普通股股东净利润增长</b>				
1,534   632   1,707   1,381					9.2%   11.3%   10.0%   10.1%				
<b>净利润</b>					<b>获利能力</b>				
620   690   759   835					毛利率				
<b>折旧和摊销</b>					39.0%   38.7%   38.5%   38.0%				
220   311   283   257					净利率				
<b>营运资本变动</b>					32.3%   32.3%   32.2%   31.8%				
592   -473   547   146					ROE				
<b>其他非现金调整</b>					20.0%   19.6%   17.9%   16.6%				
102   104   118   143					ROA				
<b>投资活动现金流</b>					7.3%   7.5%   7.7%   7.7%				
-729   -355   -801   -617					<b>偿债能力</b>				
<b>资本支出</b>					资产负债率				
-763   -690   -610   -610					65.0%   58.4%   56.0%   50.8%				
<b>长期投资减少</b>					流动比率				
-183   367   -184   0					0.5   0.5   0.5   0.5				
<b>少数股东权益增加</b>					速动比率				
-190   0   0   0					0.5   0.5   0.5   0.5				
<b>其他长期资产的减少/(增加)</b>					<b>每股指标 (元)</b>				
407   -32   -7   -7					每股收益				
<b>融资活动现金流</b>					0.40   0.44   0.49   0.54				
-500   -592   -350   -718					每股经营现金流				
<b>借款增加</b>					0.99   0.41   1.10   0.89				
319   350   -150   -450					每股净资产				
<b>股利分配</b>					2.04   2.49   2.97   3.51				
-313   -313   -345   -380					<b>估值比率</b>				
<b>普通股增加</b>					P/E				
0   0   0   0					5.6   5.1   4.6   4.2				
<b>其他融资活动产生的现金流量净额</b>					P/B				
-506   -629   145   112					1.1   0.9   0.8   0.6				

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。