

如何看待教育行业投资

证券分析师：吴劲草

执业证书编号：S0600520090006

联系邮箱：wujc@dwzq.com.cn

证券分析师：谭志千

执业证书编号：S0600522120001

联系邮箱：tanzhq@dwzq.com.cn

2024年3月22日

- ❑ **需求刚性**：选拔制度+身份认证。
- ❑ **账款预收现金流好**：教育公司的主要收入来源——学费，一般会在提供服务前收取，保证了公司拥有良好的现金流。
- ❑ **抗周期性**：教育行业具有抗经济周期特性，各种经济环境下均具有发展驱动力，具备长期成长性。
- ❑ **价格敏感度低**：教育行业由于其不可逆特性，试错成本高，在排序机制下优质的教育资源始终稀缺，价格敏感度低。
- ❑ **劳动密集型**：教育行业属于服务业，规模化企业需要大量的教师队伍，人力成本占比不低。
- ❑ **投资建议**：1) 教培：政策稳定，行业需求旺盛，推荐学大教育，新东方，建议关注好未来，思考乐教育，卓越教育集团等。2) 公考：行业需求旺盛，供给端竞争格局改善，推荐华图山鼎，粉笔，中公教育等。3) 高教：业绩增长稳定，分红比例稳定，估值性价比高，推荐中教控股等。
- ❑ **风险提示**：政策风险，学校类违约风险，招生不及预期。



1、教育行业细分方法论图谱

2、如何找到一家好的教育公司

3、培训类公司

4、学校类公司

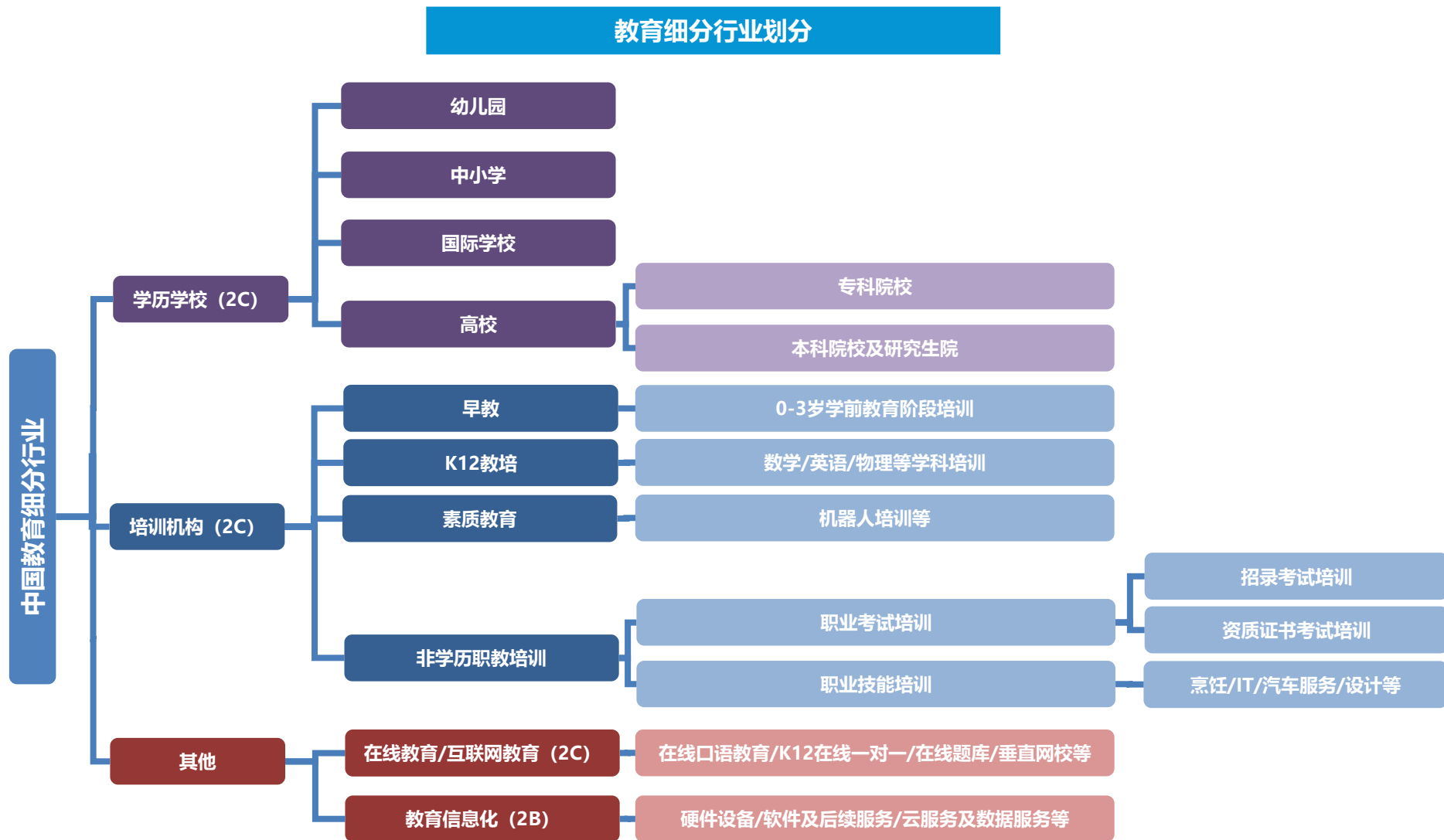
5、投资建议

6、风险提示

1、教育行业细分方法论图谱

1.1 教育细分行业分类

□ 教育行业可以主要分为学校类公司和培训类机构，以及教育信息化等服务类机构。



2020年
民办摇号

2021年
教培“双减”



需求端

供给端

2、如何找到一家好的教育公司

2. 第一步：学校类公司or培训类公司

- 学校行业资产重，门槛高，收入稳定，一般有稳定的分红。
- 培训行业资产轻，门槛低，ROE较高。

教育细分行业特点

	培训行业	学校行业
现金流	预售款制度，现金流非常好	
轻&重资产	轻资产	重资产
扩张速度	较快	较慢
稳定性	较弱	较强
净利率常见范围	15%-30%	30%-50%
营销费用	较高 (10%以上，甚至可超过30%)	较低 (5%以下)
ROE	较高 扩张期可超过20%甚至30%	一定程度低于教育培训 15%左右较为常见
共同核心竞争力	口碑、管理	
差异核心竞争力	跨区域监管、激励制度，IT系统， 招生营销等	升学情况，政府资源，区位资源 等

3、培训类公司

3. 培训类公司：现金占比高，固定资产占比低

- 头部教培机构的资产结构中现金占比高，2019年新东方和好未来的现金及现金等价物的占比约在33%；固定资产占比较低，2019年，新东方固定资产占比为11.4%，好未来固定资产占比为7.7%。

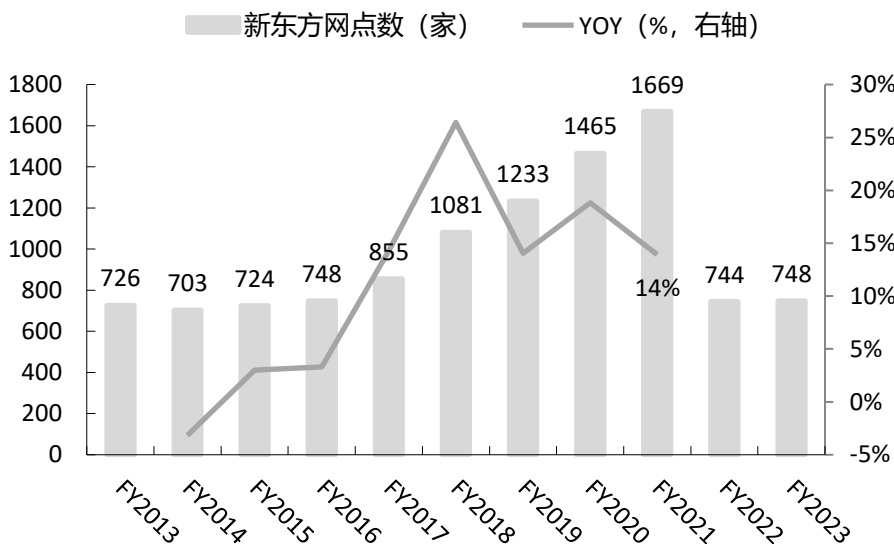
新东方 (亿元, USD)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
总资产	8.63	11.29	13.53	16.04	19.52	23.55	29.25	39.78	46.47	占比(%)
现金及现金等价物	4.73	4.82	4.69	4.71	6.01	7.96	8.36	10.91	15.23	32.8%
短期投资	1.44	3.21	5.05	6.43	6.00	8.19	13.13	16.24	16.69	35.9%
长期投资	0.00	0.02	0.08	1.17	3.26	1.79	2.17	4.33	4.05	8.7%
固定资产	1.60	2.04	2.47	2.25	2.31	2.38	2.83	4.50	5.32	11.4%
其他资产	0.86	1.19	1.24	1.47	1.93	3.23	2.76	3.80	5.18	11.1%

好未来 (亿元, USD)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
总资产	2.18	2.95	3.16	4.28	7.72	10.61	18.29	30.55	37.35	占比(%)
现金及现金等价物	1.99	1.99	2.11	2.70	4.92	4.52	4.73	7.18	12.56	33.6%
短期投资	0.00	0.00	0.00		0.01	0.27	2.29	7.87	2.68	7.2%
固定资产	0.08	0.77	0.76	0.79	0.94	1.15	1.54	2.47	2.88	7.7%
商誉	0.01	0.01	0.01	0.08	0.12	0.87	2.67	2.91	4.14	11.1%
长期投资			0.05	0.27	0.97	2.74	3.48	5.98	8.51	22.8%
其他资产	0.10	0.18	0.22	0.44	0.76	1.05	3.57	4.13	6.58	17.6%

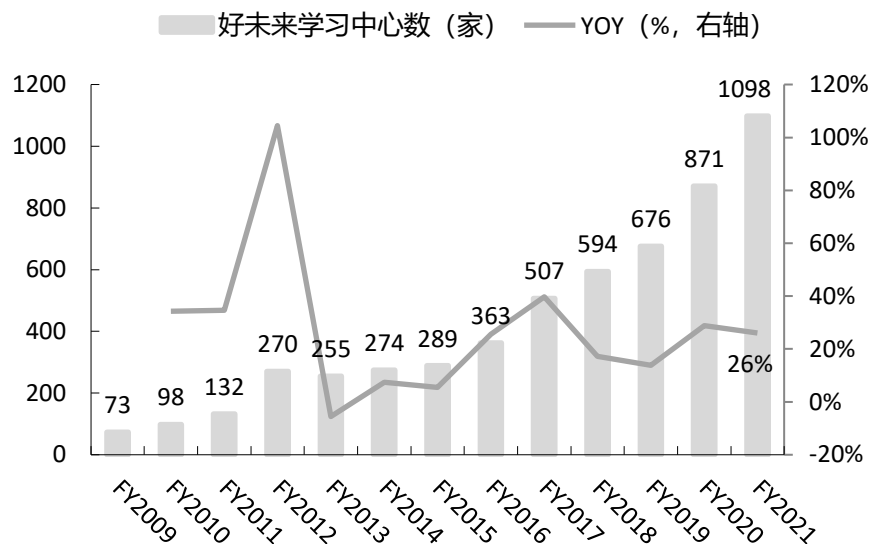
3. 扩张渠道：直接租网点，速度快

- 双减之前，教培机构网点扩张不需要牌照，进入门槛较低，扩张速度较快。双减前，新东方网点数量FY2021达1669家，同比增速为14%；好未来学习中心数量FY2021达1098家，同比增速为26%。

新东方网点数扩张情况及增速



好未来网点数扩张情况及增速



3. 判断是否为考试导向，且判断是选拔性考试还是通过型考试

- 我们以考试类型来划分培训的类型，一般而言，选拔性考试由于按照分数高低排序，竞争激烈程度更高，学生的考试失败的不可逆程度更高，因此往往学生的参培意愿更强，缴费意愿更强，且更倾向于头部机构，机构收费能力更强。
- 选拔性考试的培训市场规模更大，市场集中度相对会更高，更能够跑出大公司，最典型的行业包括K12学科类培训，公考培训等。
- 疫情前的教育行业超过千亿的公司主要来自K12教培和公考行业，分别为新东方（约2000亿+），好未来（3000亿+）和中公教育（2000亿+）。

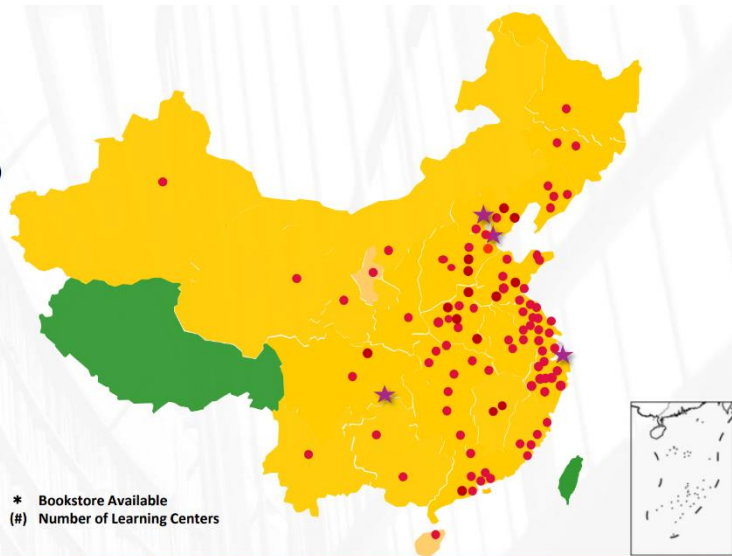
	选拔性考试	通过型考试	非考试导向
特点	按分数高低排序，固定了招录比例的考试	达到XX分即算通过	兴趣爱好，技能类培训
竞争激烈程度	激烈	不激烈	不太存在相互竞争
培训需求渗透率提升空间	高	低	更低
不可逆程度	更高	更低	更低
收费程度	高	低	需根据实际供需判断
市场集中度	更高	低	低
主要的考试类型	小升初，初升高，高考，专升本，考研，考编	英语出国类，考证类	真素养类，技能类培训，比如IT培训，驾照等

3. 判断行业地位：区域型公司or全国性公司

- 从区域到全国是一个很大的跨越，没有验证其异地扩张能力的区域型公司在业务空间和股价空间上都受到较大的限制。
- 从区域到全国的障碍主要在于各地的教育体系资源的打通，与更熟悉当地考试体系的老牌机构的竞争，跨区域的管理运营能力等。
- 现存教培上市公司中，实现全国化布局的仅新东方，好未来，学大等，现存公考赛道中实现全国化布局的机构包括中公，华图和粉笔。

新东方全国网点布局情况

Beijing* (126)	Wuxi (26)	Weifang (7)	Mianyang (1)
Shanghai* (85)	Foshan (12)	Zhuhai (6)	Xinxiang (2)
Guangzhou* (62)	Fuzhou (37)	Jinzhou (8)	Baotou (1)
Wuhan* (49)	Yichang (6)	Baoding (5)	Changshu (4)
Yangzhou (6)	Nanchang (47)	Yantai (9)	Yuci (1)
Tianjin (43)	Jingzhou (4)	Taian (2)	Huizhou(1)
Xi'an* (51)	Dalian* (7)	Kaifeng (3)	Chengde (1)
Nanjing (71)	Lanzhou* (14)	Cangzhou (2)	Zhangjiagang (1)
Shenyang (21)	Huangshi (4)	Qinhuangdao (2)	Hebi (1)
Chongqing* (34)	Ningbo (9)	Anyang (1)	Zhumadian (1)
Chengdu (51)	Xiamen (30)	Handan (2)	Weihai (1)
Shenzhen (24)	Qingdao (33)	Zhangzhou (2)	Xuchang (1)
Xiangyang (17)	Nanning (22)	Nanyang (2)	Xingtai (1)
Taiyuan (32)	Xuzhou (7)	Zhongshan (3)	Changzhou (1)
Harbin* (21)	Zhenjiang (9)	Yinchuan (2)	Huaian (1)
Changsha (39)	Xiangtan (4)	Shaoxing (7)	Tàizhou (4)
Jinan (39)	Luoyang (17)	Huzhou (3)	Táizhou (1)
Zhengzhou (46)	Nantong (7)	HongKong (1)	Yixing (1)
Hangzhou (90)	Hohhot (14)	Yancheng (4)	Wuhu (2)
Changchun* (28)	Jilin (10)	Lianyungang (4)	Jiaxing (6)
Shijiazhuang (20)	Guiyang (7)	Jiaozuo (8)	Langfang (3)
Suzhou* (66)	Tangshan (17)	Dongguan (3)	Kunshan (2)
Zhuzhou (3)	Urumchi (11)	Haikou (2)	Danyang (1)
Anshan (1)	Shiyan (4)	Yiwu (6)	Dongyang (1)
Hefei (65)	Quanzhou (5)	Jinhua (4)	Jiujiang (2)
Kunming (16)	Wenzhou (13)	Xining (2)	Hengshui (1)



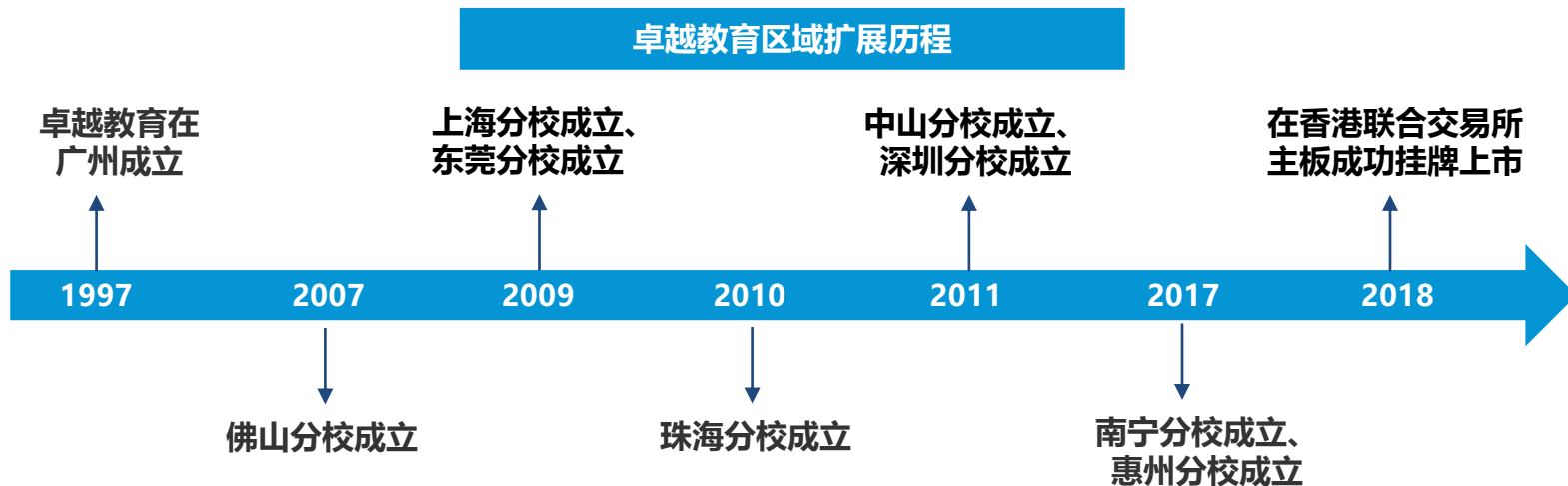
学而思区域网点分布情况

- 截至2010年上市，学而思共在北京、上海、深圳、广州、天津和武汉开设109个学习中心和87个服务中心，具体如下：
北京：80个学习中心、61个服务中心；上海：14个学习中心、12个服务中心；深圳：2个学习中心、2个服务中心；广州：3个学习中心、3个服务中心；天津：4个学习中心、3个服务中心；武汉：6个学习中心、6个服务中心。

3. 判断行业地位：区域型公司or全国性公司

- 从区域到全国是一个很大的跨越，没有验证其异地扩张能力的区域型公司在业务空间和股价空间上都受到较大的限制。
- 现存教培上市公司中，区域型教培机构包括华南地区的卓越和思考乐等。

卓越教育区域扩展历程



思考乐区域网点分布情况

- 截至2018年年底，思考乐共在广东省及福建省开设54家学习中心，具体如下：广东省：深圳40家、东莞8家、佛山3家；福建省：厦门3家。

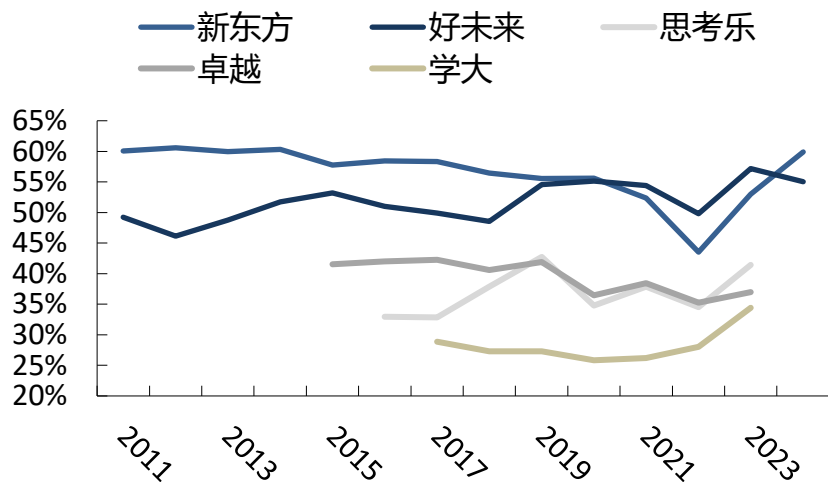
- 按照培训的商业模型，我们一般将培训机构分为线上和线下机构，其中线下机构又会划分成线下大班课和线下小班课。
- 目前来看，线下大班课对于培训机构而言，规模效应最为突出，盈利模式更好。
- 线下大班课一般可以做到20%-25%的经营利润率，15%-20%的净利率。1V1一般只有10%左右的净利率。

	线下大班课	线下小班课	线上课程
客单价	低	高	低
单个老师产出	高	低	高
课程服务效果	较弱	较强	较弱
边际收益性	高	低	高
盈利能力	利润率较高 (20%-25%的经营利润率, 15%-20%的净利率)	利润率较低 (10%左右的净利率)	视销售费用而定, 不同赛道的模型仍在测试中

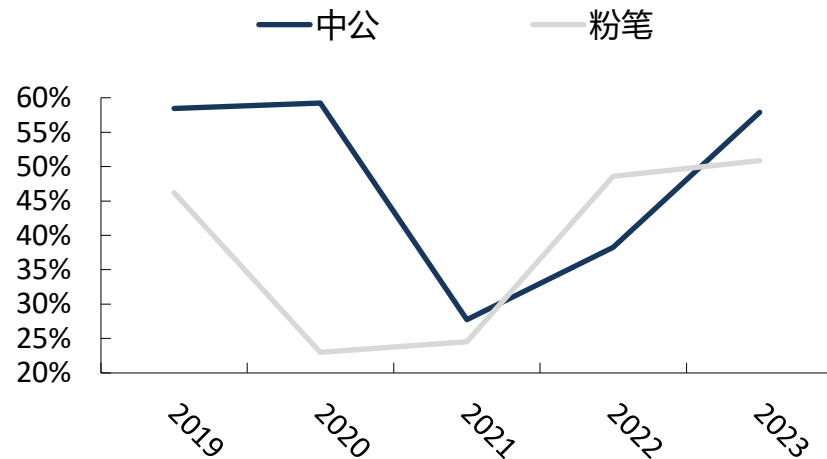
3. 全国性，大班课为主的机构毛利率可超过50%，1V1毛利率仅20%-30%

- ❑ 头部全国性布局的品牌毛利率更高，可达到50%以上的水平。
- ❑ 区域型公司毛利率处于第一档，在30%-40%的水平。
- ❑ 1V1班型毛利率最低，以学大为例，约在20%-30%的水平。

教培公司毛利率 (%) 对比



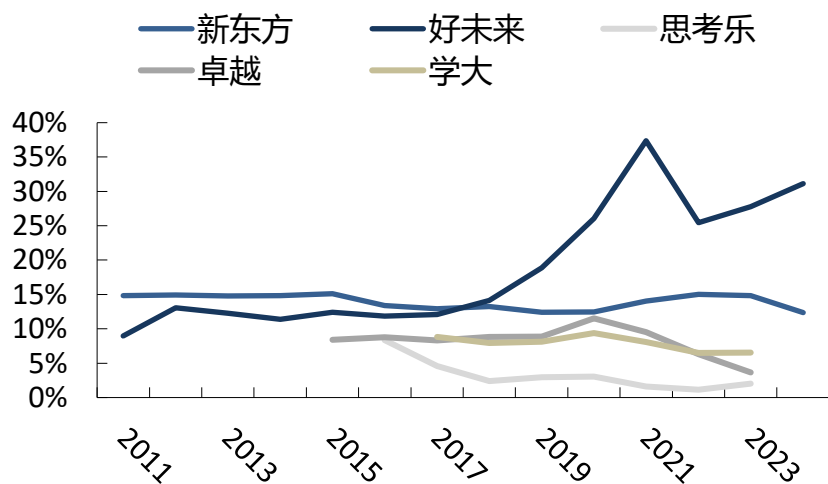
公考培训类公司毛利率 (%) 对比



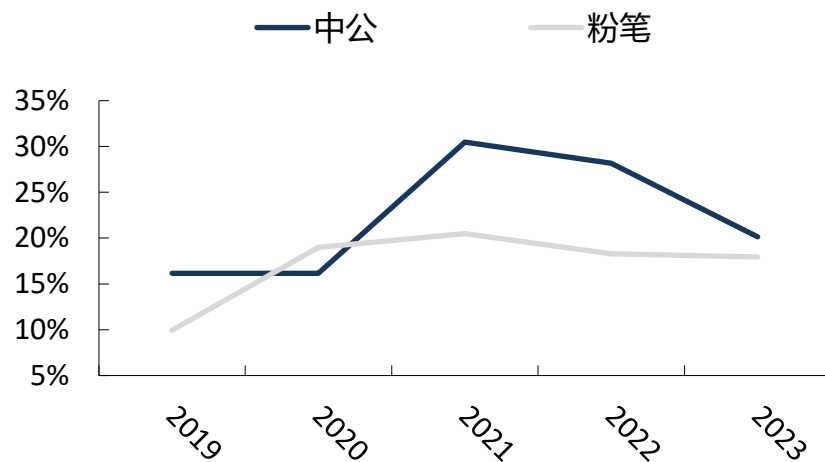
3. 双减前，疫情前培训类公司销售费用率在10%-15%不等

- 培训类公司的销售费用率整体较高，其中教培公司在双减前or 疫情前在10%-15%不等。

教培公司销售费用率 (%) 对比



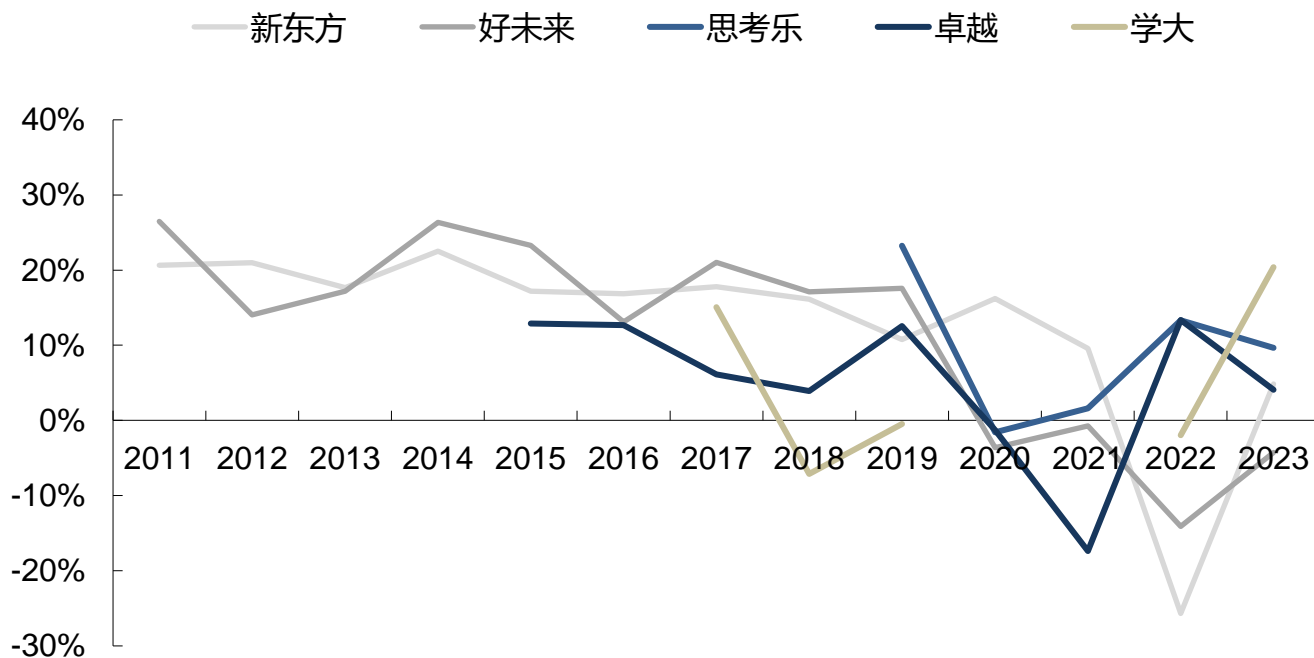
公考培训类公司销售费用率 (%) 对比



3. 培训类公司在扩张期ROE可达到20%以上水平

- 培训类公司的ROE在扩张期较高，部分公司可达20%以上。

教培公司ROE (%) 对比



3. 判断股价周期波动：新东方股价复盘

- 从估值来看，双减之前，新东方的预测PE主要在20-45倍之间，基本稳定在30-45倍之间，双减至今估值恢复到了30倍左右。
- 公司两波股价上涨大周期分别来自于：1) 第一波：全面转型K12开始重新开网店，PE直接从约20倍至40倍；2) 第二波：业绩兑现，估值基本稳定在40倍左右。

新东方股价复盘



3. 判断股价周期波动：好未来股价复盘

好未来股价走势和新东方基本保持一致，同样于2014年开启上涨，2018年中被做空，2021年双减股价下跌约95%。

好未来股价复盘



4、学校类公司

4. 学校类公司：资产中主要是固定资产

- 学校类公司固定资产占比高，主要包括学校的土地，建筑，设备等。截至2023年末，中教控股有固定资产176.7亿元，占总资产的49.4%，希望教育有固定资产110亿元，占总资产的49.4%。
- 学费预缴，学校类公司同样享受较好的现金流。截至2023年末，中教控股有货币资金51.8亿元，占总资产的14.5%，希望教育有货币资金28.3亿元，占总资产的12.7%。

中教控股 (亿元, CNY)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
总资产	34.40	38.66	66.72	87.33	153.39	179.75	267.47	335.76	357.54	占比(%)
固定资产	22.31	24.16	26.39	32.59	58.51	68.47	121.26	157.00	176.68	49.4%
有使用权资产-非流动资产	0.52	0.51	0.55	0.63	10.51	15.11	14.93	21.01	23.34	6.5%
其他无形资产			2.40	9.94	17.08	22.99	32.21	51.00	48.40	13.5%
商誉			3.26	9.17	15.66	17.92	32.11	38.35	36.27	10.1%
货币资金	3.74	2.47	32.43	17.38	34.97	34.43	33.27	47.93	51.77	14.5%
其他资产	7.84	11.53	1.70	17.62	16.67	20.83	33.68	20.47	21.08	5.9%

希望教育 (亿元, CNY)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
总资产	37.92	46.02	55.95	82.91	108.57	124.16	198.69	223.13	223.01	占比(%)
固定资产	16.61	22.19	31.95	34.48	45.64	50.65	84.26	105.82	110.25	49.4%
有使用权资产-非流动资产	4.21	4.45	5.95	5.90	11.63	13.19	14.05	19.57	19.34	8.7%
商誉	0.53	0.53	4.81	4.81	5.96	5.90	12.72	20.31	20.40	9.1%
其他无形资产	1.17	2.16	1.19	1.34	2.19	2.12	7.97	12.56	12.57	5.6%
投资性房地产							0.37	0.37	2.61	1.2%
物业开发持有之土地-非流动资产							1.43	5.75	7.36	3.3%
货币资金	0.92	1.43	1.81	30.39	16.90	28.94	43.57	27.25	28.28	12.7%
其他资产	14.47	15.26	10.23	5.99	26.24	23.35	34.32	31.50	22.21	10.0%

4. 扩张渠道：买地建楼申请牌照or租赁网点

- 学校类公司扩张路径包括：1) 收并购；2) 自建学校；3) 现有学校扩建新校区。
- 扩张速度以年为单位，内生增速多保持在15%左右（5%的平均提费+10%的在校生人数增长）。
- 平均一所学校收并购成本在10-20亿之间。

周期慢，达到正常招生至少需5-6年时间



周期短，1年内可交割



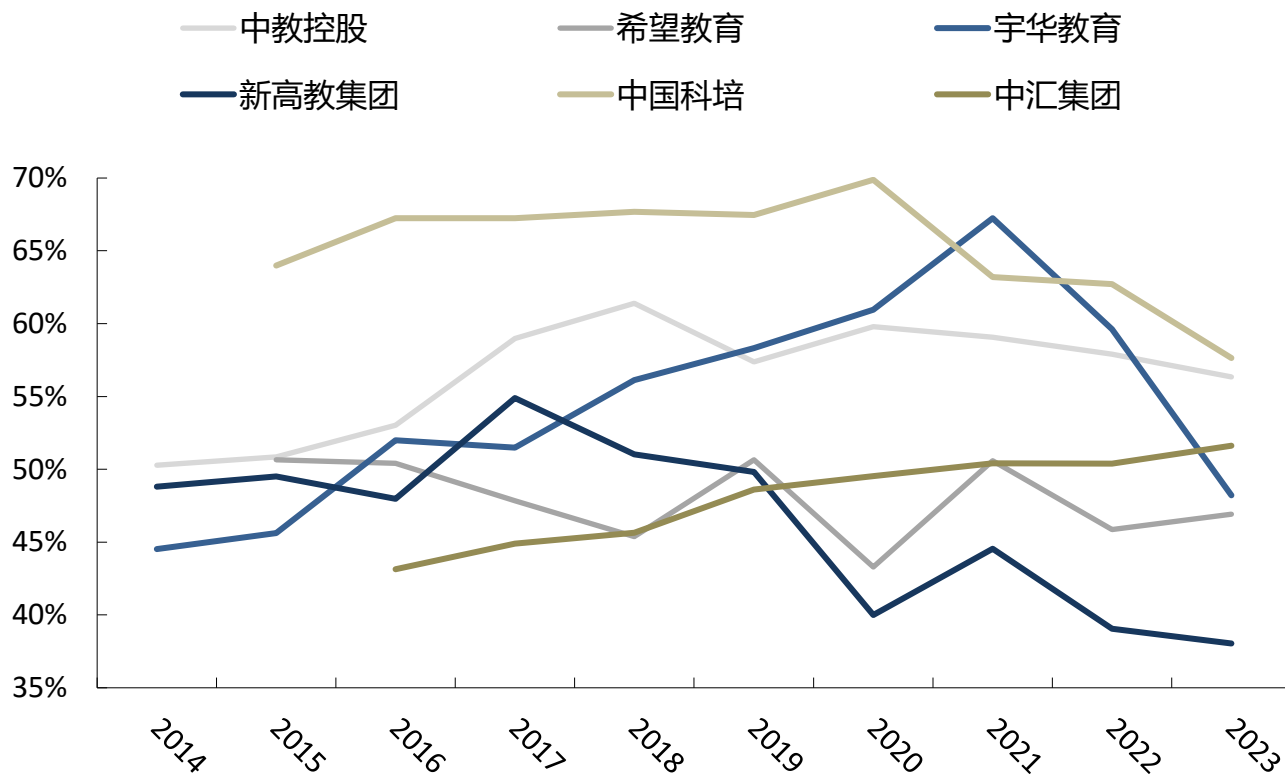
2年左右可完成



4. 成熟模式下优秀单体学校毛利率可达到60%以上

- 学校类公司毛利率非常高，成熟模式下优秀单体学校毛利率可达到60%以上。

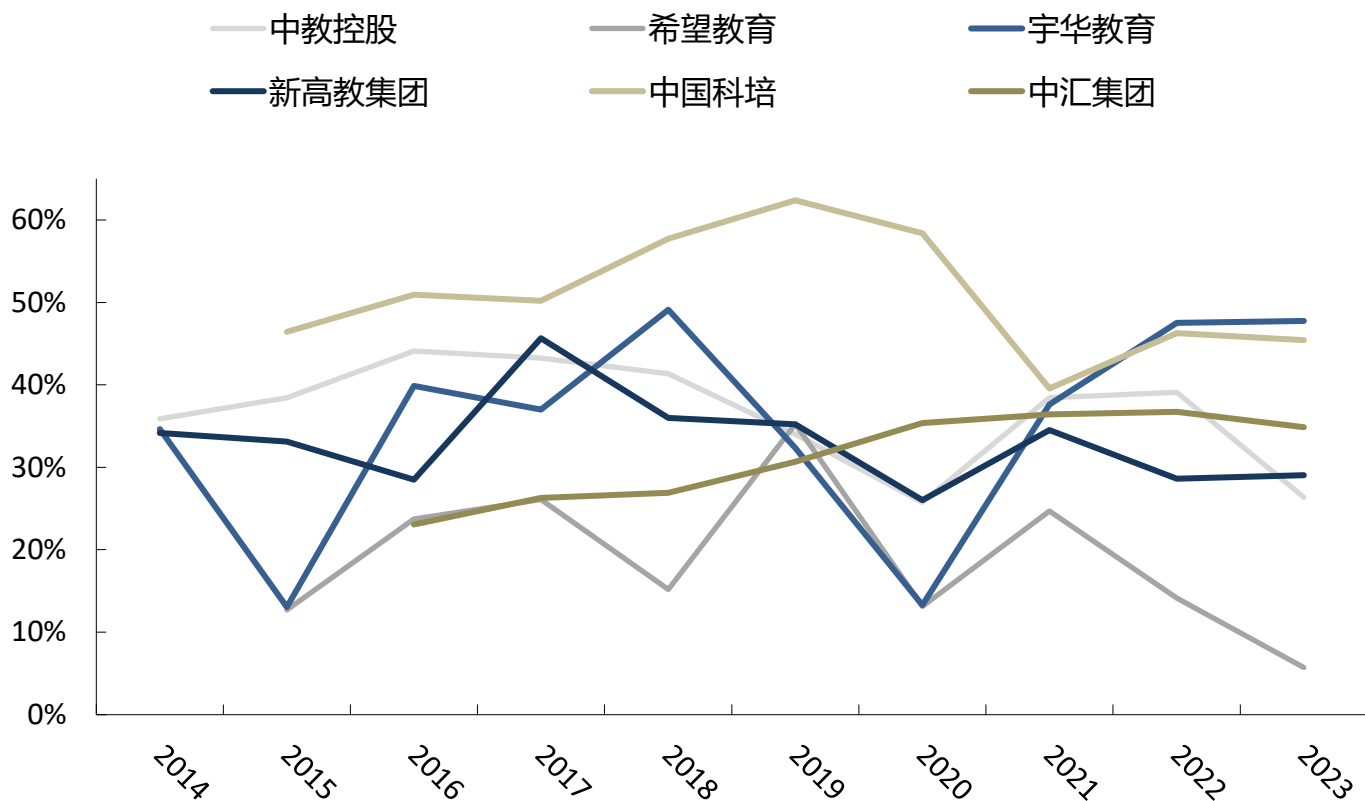
学校公司毛利率 (%) 对比



4. 优秀的单体学校净利率可达到40%以上

- 学校类公司净利率也比较高，优秀的单体学校净利率可达到40%以上。

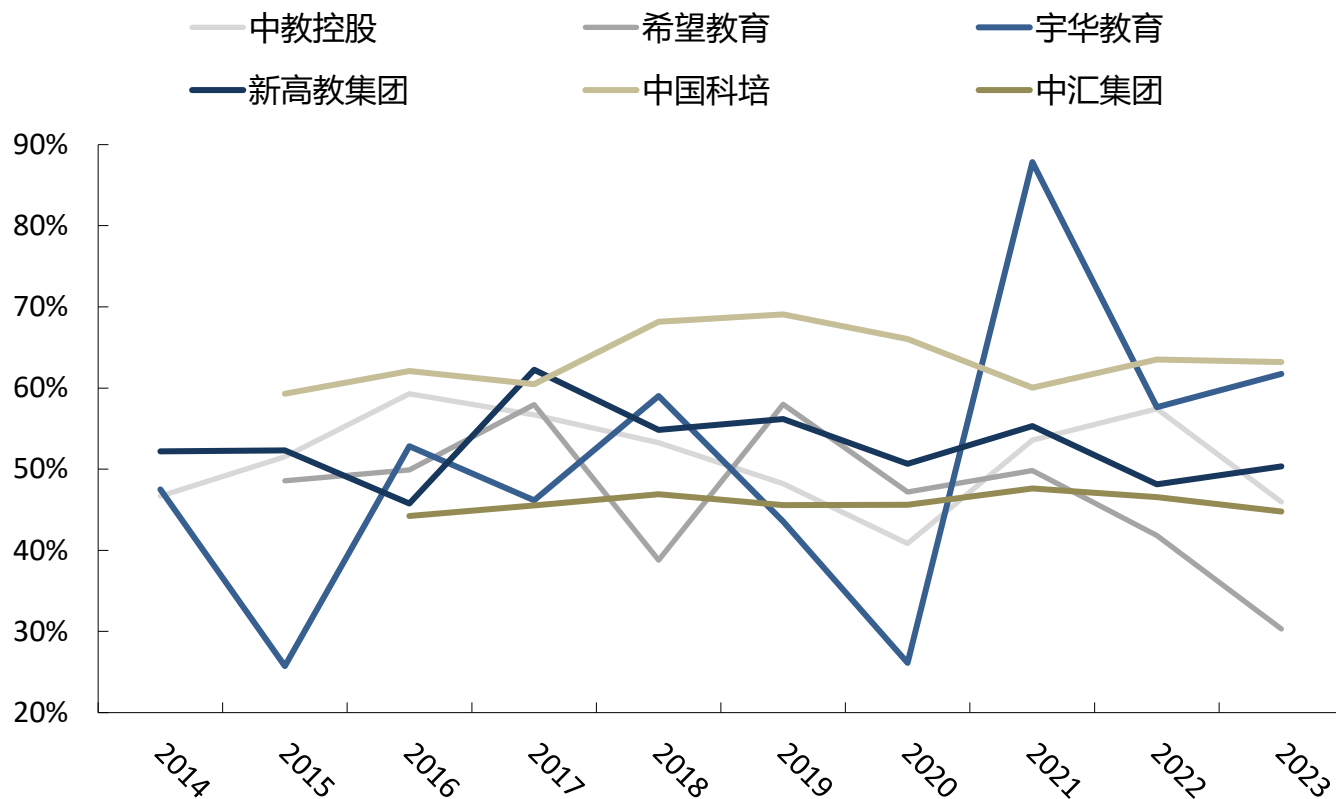
学校公司销售净利率 (%) 对比



4. 成熟的单体学校EBITDA率可达到60%以上

- 不考虑折旧，学校类公司从经营性指标来看，成熟的单体学校EBITDA率可达到60%以上。

学校公司EBITDA率 (%) 对比



- 对于一家学校公司而言，本科牌照的稀缺性最强，门槛最高，目前我国政策规定不能直接申请本科牌照，必须先申请专科牌照，在经营数年各项指标达标的情况下可申请升级为本科层次的学校。

	高中	中职	专科	本科
对学生的吸引力	升学率越高，吸引力越强	吸引力一般	吸引力一般	强
招生难度	适中	较高	较高	较低
招生费用	较低	较高	较高	较低
业绩稳定性	较强	较弱	较弱	较强

注：上述拿牌照难易程度只是相对而言，整体其实都比较难的。

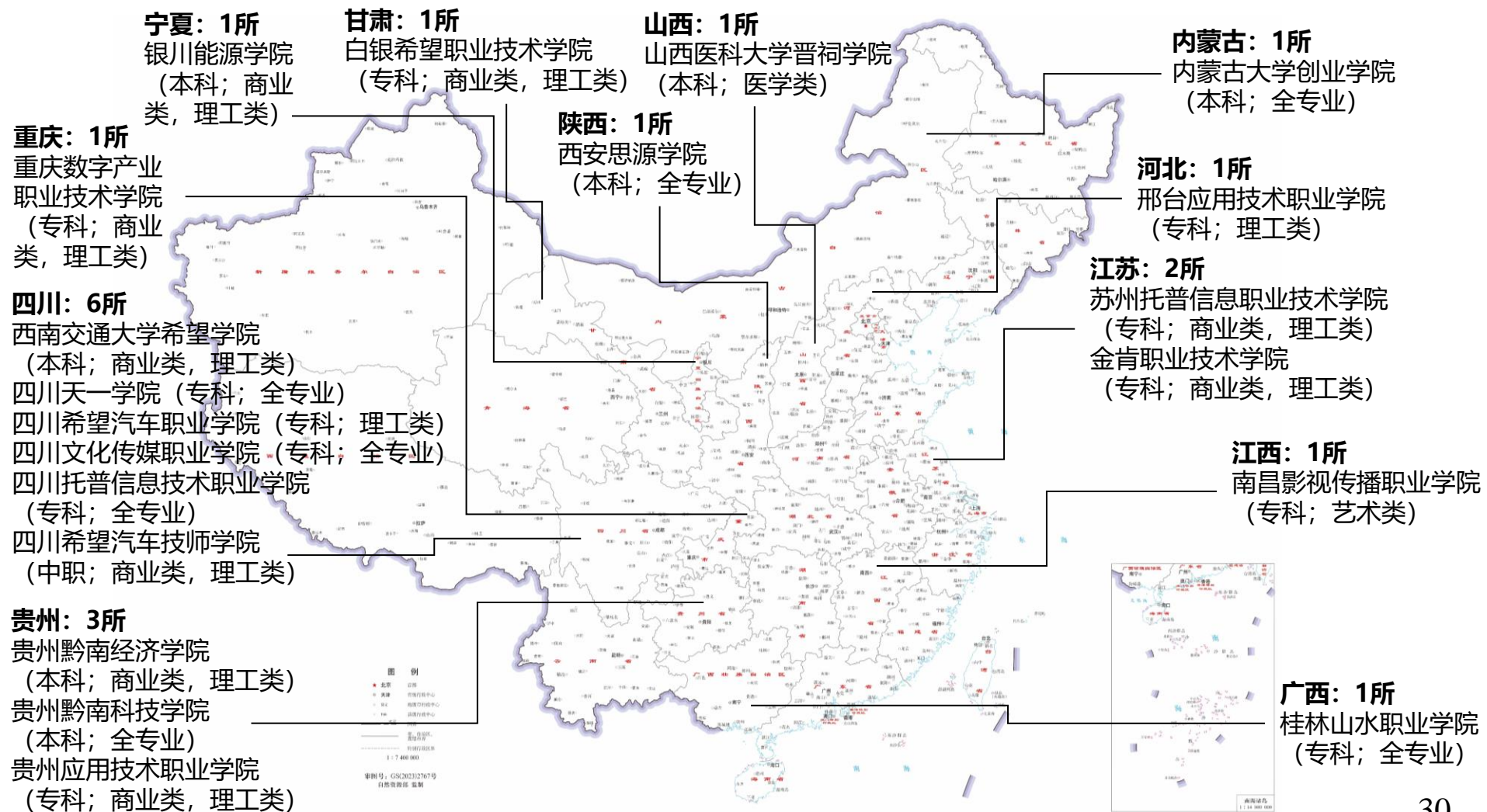
- ❑ 招录分数：一本线VS二本线，目前主要的民办高校基本是二本线
- ❑ 区位优势：长三角，珠三角等核心经济发达区域VS中西部省份学校
- ❑ 人口优势：所在省份参考人数（典型的教育大省包括广东，河南，山东等）
- ❑ 专业特色：商业类院校VS理工类院校VS艺术类院校等，直接影响就业率，毕业生工资等指标，间接影响生均收费和报到率
- ❑ 就业率，出国项目，校区设施等其他指标。

学校类公司投资属于类债券类投资，学校本身就是一项重要的投资，好的学校可以产生稳定的现金流，而好的学校本身就是具备排他性的稀缺资源，学校本身质地优是一家优秀的高教类公司的必要条件。

在学校质地本身较好的基础上，再去比较集团之间的管理运营能力，政府资源，资金实力等。

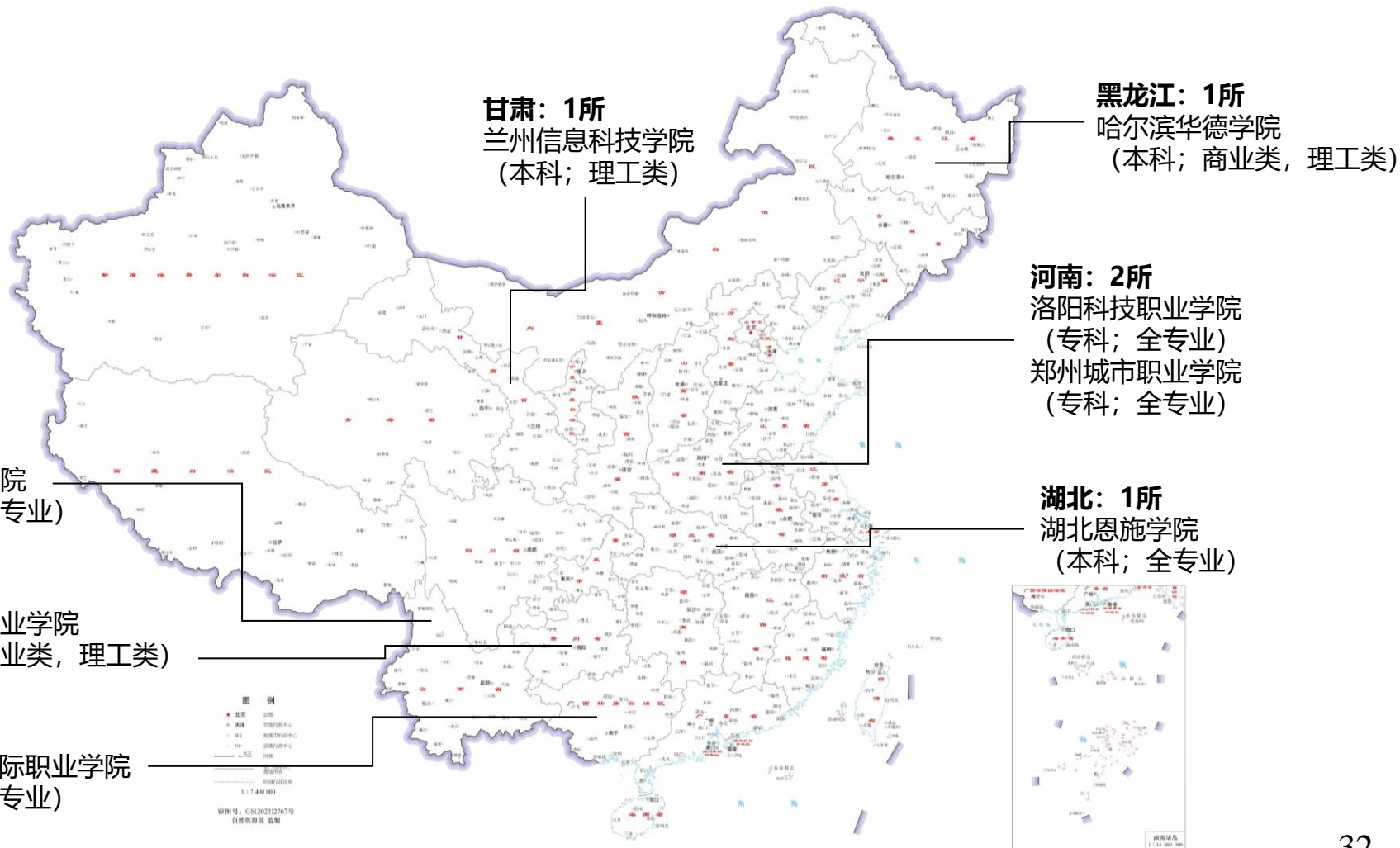
4. 希望教育的学校办学层次上略逊一筹

目前，希望教育在全国共设立20所学校，其中本科7所，专科12所，中职1所。



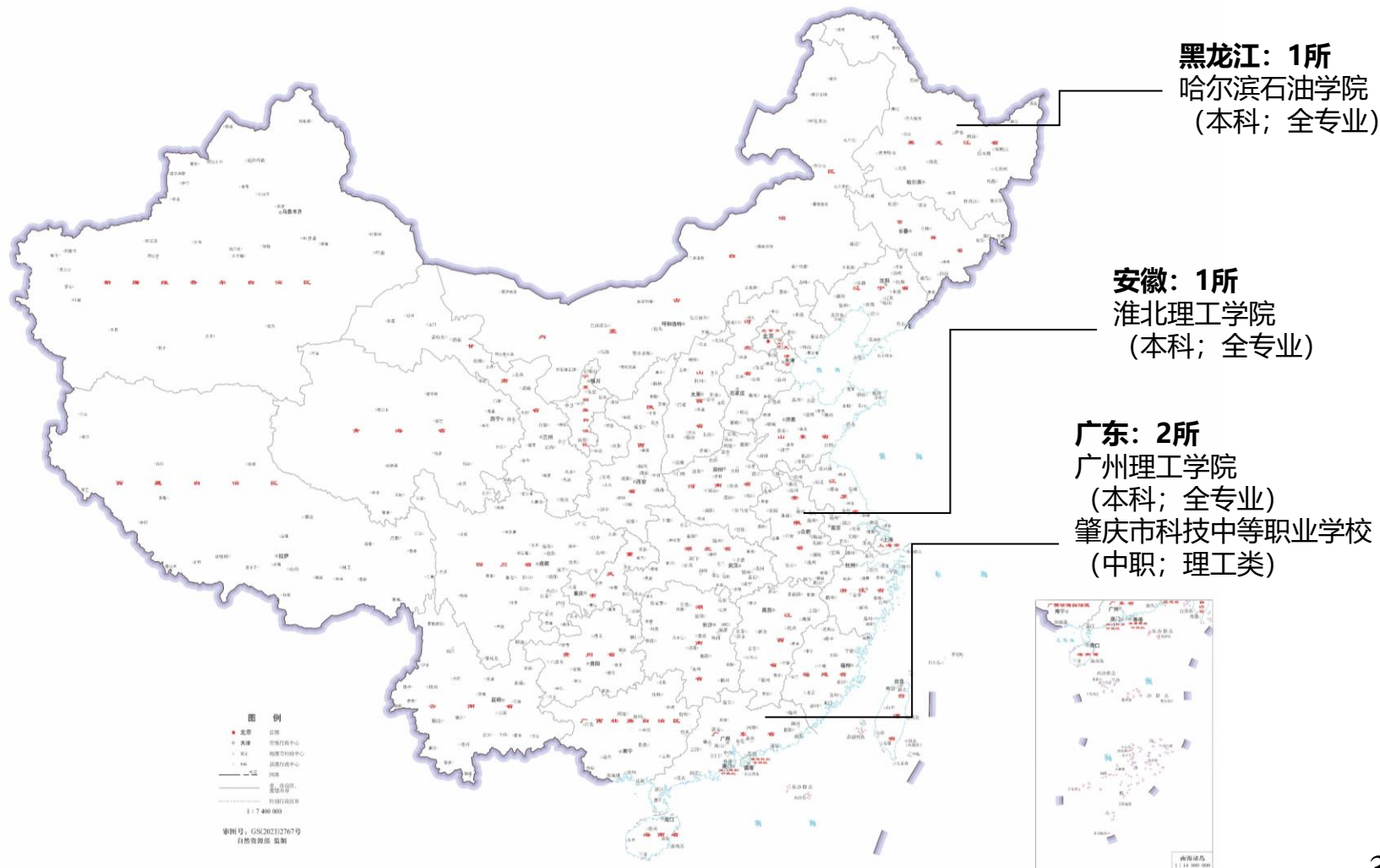
4. 新高教集团的学校的区位和办学层次就相对平庸

□ 目前，新高教集团在全国共设立8所学校，其中本科4所，专科4所。



4. 中国科培的学校分布上也占据了相对有优势的省份

□ 目前，中国科培在黑龙江、安徽、广东共设立4所学校，其中本科3所，中职1所。



4. 学校类公司的投资周期

- 学校类公司由于涉及到营利性和非营利性问题，在VIE架构下只能在港股和美股上市，且大多数学校类公司于2017年之后才上市。股价主要经历了2个周期。
- 第一个周期：炒并购逻辑，在内生+外延双重驱动下维持30%的增速，头部公司估值可达到20-25倍。
- 第二个周期：市场担心VIE架构风险，转营利性风险，收并购风险等，估值被杀到个位数。



4. 民促法出台：对高校公司限制完全解除，K9学校类公司开始剥离资产转型

- 2021年5月14日，教育部发布修订后的《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》（下称“新《实施条例》”），继2018年《送审稿》时隔3年靴子终于落地。
- 核心要点主要包括
 - 任何社会组织和个人不得通过兼并收购、协议控制等方式控制实施义务教育的民办学校、实施学前教育的非营利性民办学校。
 - 解读：义务教育阶段学校影响最大，民办高校不受影响
 - 实施义务教育的民办学校不得与利益关联方进行交易。其他民办学校与利益关联方进行交易的，应当遵循公开、公平、公允的原则，合理定价、规范决策，不得损害国家利益、学校利益和师生权益。
 - 解读：义务教育阶段学校不得关联交易，民办高校可以

天立教育股价



成实外教育股价



光正教育股价



5、投资建议

5. 投资建议

- **教培：政策稳定，行业需求旺盛，推荐学大教育，新东方，建议关注好未来，思考乐教育，卓越教育集团等。**
- **公考：行业需求旺盛，供给端竞争格局改善，推荐华图山鼎，粉笔，中公教育等。**
- **高教：业绩增长稳定，分红比例稳定，估值性价比高，推荐中教控股等。**

细分行业	代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)					PE		
					2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
K12教培	000526.SZ	学大教育	76	62.2	-5.4	0.1	1.51	2.26	3.07	46	31	23
	EDU.N	新东方	156	94.4	-11.9	1.8	3.64	4.80	5.79	39	30	25
	TAL.N	好未来	77	12.1	-11.4	-1.4	-0.53	0.24	1.09	n.a	290	65
	3978.HK	卓越教育集团	27	3.2	3.0	3.7	0.6	1.2	2.1	40	20	12
	1769.HK	思考乐教育	26	4.7	3.0	3.7	0.9	1.4	1.9	25	17	12
600661.SH	昂立教育	37	12.9	-2.0	1.7	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	
职业教育	0667.HK	中国东方教育	55	2.51	3.0	3.7	4.23	6.07	7.95	12	8	6
	003032.SZ	传智教育	53	13.2	0.8	1.8	0.93	1.69	2.14	52	29	23
高教	0839.HK	中教控股	112	4.40	14.4	18.5	13.8	21.9	24.5	7	5	4
	1765.HK	希教国际控股	22	0.27	6.1	4.4	4.2	8.9	10.0	4.8	2.2	2.0
	6169.HK	宇华教育	31	0.86	8.2	11.3	5.2	9.2	9.5	5.5	3.1	3.0
	0382.HK	中汇集团	30	2.64	4.1	5.7	6.2	7.3	7.4	4.5	3.8	3.7
	1890.HK	中国科培	33	1.66	2.7	7.0	7.2	7.9	8.4	4.3	3.9	3.7
	2001.HK	新高教集团	40	2.56	5.7	6.2	7.0	7.7	8.5	5.2	4.8	4.3
	1981.HK	华夏视听教育	13	0.76	0.6	1.0	-0.9	2.0	2.3	n.a	5.7	5.1
	1569.HK	民生教育	12	0.29	5.8	4.9	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
1525.HK	建桥教育	14	3.26	1.8	2.2	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	
K12学校	002659.SZ	凯文教育	28	4.7	-1.2	-1.0	-0.27	0.07	0.18	n.a	383	146
	1773.HK	天立国际控股	91	4.24	-13.3	1.0	3.34	5.40	8.36	25	16	10
	1317.HK	枫叶教育	13	0.45	-31.3	0.6	0.05	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
	6068.HK	光正教育	8	0.35	-21.2	1.0	1.63	n.a	n.a	4.24	n.a	n.a
公考	002607.SZ	中公教育	202	3.3	-23.7	-11.0	5.1	7.3	8.9	36.7	25	21
	2469.HK	粉笔	103	4.5	-20.5	-20.9	4.0	6.0	7.5	23.7	16	13
	300492.SZ	华图山鼎	141	100.1	0.1	0.1	-0.7	0.5	0.7	0.7	254	196
素质教育	002599.SZ	盛通股份	39	7.2	0.7	0.0	0.1	0.9	1.7	710	42	20
教育信息化	300559.SZ	佳发教育	57	14.2	0.8	0.7	1.6	2.3	3.0	32	22.5	17
企业培训	605098.SH	行动教育	52	44.1	1.7	1.1	2.2	2.8	3.5	22	17	14

数据来源：港股市场数据为港币，财务数据为人民币，美股市场数据和财务数据都是美元，新东方好未来2023年数据对应为FY2024，其他年份类推，数据更新至2024年3月21日，港币兑人民币汇率0.91。加粗公司盈利预测来自东吴证券研究所，其他公司盈利预测来自于wind一致预期。

6、风险提示

- **政策风险：**教育行业是政策强监管行业，政策的变动可能会对学校或培训机构业务开展节奏带来一定的影响。
- **学校类违约风险：**学校类公司普遍都有一定规模的债务，可能会存在违约风险。
- **招生不及预期：**培训类公司如果未来新进入者加多，可能会因为行业竞争加剧而对招生及费用端造成一定的压力。

东吴证券股份有限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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园