

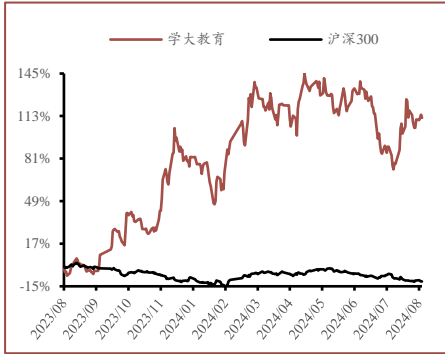
个性化教育高增，布局职教第二增长曲线

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(首次)

基本数据	2024-08-22
收盘价(元)	58.10
流通股本(亿股)	1.19
每股净资产(元)	5.40
总股本(亿股)	1.23

最近 12 月市场表现



分析师 刘洋
SAC 证书编号: S0160521120001
liuyang01@ctsec.com

联系人 李天阳
lity02@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ **学大教育：稳固传统教培业务，积极布局职教业务。**公司深耕教育行业二十余载，自 2001 年创立以来公司一直秉持着“以人为本，因材施教”的教育理念，制定和实施以学生为中心的教学体系及模式。公司已累计服务超 100 万的学生，覆盖 100 多个城市。自“双减”政策后，公司巩固个性化教育业务，积极拓展全日制基地等业务应用场景；同时积极深入探索和布局职业教育、文化服务、教育数字化等领域。
- ❖ **个性化教育头部公司，全国化品牌优势：**因我国高等教育资源较为紧张，简易计算 2023 年我国普通本科升学率为 56%，且高中阶段在读人数持续增长，普通高中在校生人数从 2020 年 2494 万人提升至 2023 年 2804 万人，CAGR 达 3.97%，估计学科辅导需求持续提升。公司个性化教育业务针对普通高中阶段培训，提供更具针对性的 6 对 1 陪伴式贴心服务，定制个性化学习计划。同时公司采用个性化学习辅导系统“e 学大”，通过 ASPG 学习及辅导体系形成一个可循环提高的学习及辅导闭环。凭借全国化品牌优势，公司培训人次有望持续提升。
- ❖ **布局职教第二增长曲线：**职业教育政策频发，促进职业教育高质量发展。目前我国中职学校中民办中职占比从 19.53% 上升至 29.97%，民办在中职赛道发展较为顺畅，保持稳定增长。公司已收购东莞鼎文、大连通才、沈阳国际商务学校，业务规模有望快增。
- ❖ **投资建议：**公司作为全国个性化教育头部企业，受益于终端需求旺盛，培训人次及客单价有望持续提升。同时公司积极布局职业教育第二增长曲线，持续收购、托管运营中职院校，在读人次有望快增，贡献业绩增量。我们预计公司 2024-2026 年净利润分别为 2.51/3.40/4.34 亿元，对应 PE 分别为 29x/21x/16x，首次覆盖给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**行业竞争加剧风险，股权质押风险，商誉减值风险。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1798	2213	2769	3324	3983
收入增长率(%)	-28.93	23.09	25.17	20.04	19.81
归母净利润(百万元)	14	154	251	340	434
净利润增长率(%)	102.53	1035.24	62.98	35.74	27.70
EPS(元/股)	0.12	1.31	2.03	2.76	3.53
PE	155.22	38.28	28.57	21.04	16.48
ROE(%)	3.10	25.46	28.62	27.98	26.33
PB	4.81	10.11	8.18	5.89	4.34

数据来源：wind 数据，财通证券研究所（以 2024 年 08 月 22 日收盘价计算）

内容目录

1	学大教育：稳固传统教培业务，积极布局职教业务.....	4
1.1	基本概况：个性化教育龙头，布局职教业务迎新发展.....	4
1.2	业务：打造多元化教育集团.....	5
1.3	管理团队教育领域经验丰富，创始人回归成第一大股东.....	5
1.4	成本降低效果显著，盈利能力不断改善.....	6
2	个性化教育头部公司，全国化品牌优势.....	8
2.1	市场需求稳定，规模庞大.....	8
2.2	头部机构合规转型完毕，政策引导服务质量提升.....	10
2.3	1v1 个性化教学：全国化品牌，全流程服务.....	13
2.4	全日制学习基地：师资优异，高效提分.....	14
2.5	研发投入提升教学质量.....	15
3	布局职教第二增长曲线.....	16
3.1	政策端促进职教高质量发展.....	16
3.2	中职院校整合，民办比例提升.....	17
3.3	公司职业教育有望成新增长点.....	18
4	盈利预测&投资建议.....	19
4.1	盈利预测.....	19
5	风险提示.....	22

图表目录

图 1. 公司发展历程：个性化教育全国布局，职教业务成新增长点.....	4
图 2. 公司控股股东合计控制公司 24.84% 股权（截至 2024/4/29）.....	6
图 3. 2022 年后公司收入恢复向好.....	6
图 4. 公司利润规模达到新高.....	6
图 5. 教育培训服务费贡献主要收入（百万元）.....	7
图 6. 公司分业务板块毛利率.....	7
图 7. 公司净利率显著提升.....	7
图 8. 公司期间费用率呈下降趋势.....	7
图 9. 公司资产负债率呈下降趋势.....	8

图 10. 公司剔除预收账款后的资产负债率呈下降趋势.....	8
图 11. 我国 K12+学龄前在读人数 2.3 亿人（2023）.....	8
图 12. 我国历年出生人数（万人）.....	8
图 13. 我国普通高中升学率（2010-2023）.....	9
图 14. 我国普通本科升学率（2010-2023）.....	9
图 15. 我国 K12 教培市场规模（亿元）.....	10
图 16. 我国 15-19 岁人口趋于上升.....	10
图 17. K12 教育公司经营业绩快速恢复.....	10
图 18. 主要 K12 教育公司费用控制良好，盈利能力提升（%）.....	11
图 19. 主要 K12 教育公司收现&合同负债快速增长（亿元，%）.....	12
图 20. 主要 K12 教育公司增配人员（人，亿元，%）.....	12
图 21. 公司个性化学习中心数量.....	13
图 22. 公司通过 6 大环节实现个性化服务.....	14
图 23. 公司 6 对 1 陪伴式贴心服务.....	14
图 24. 公司全日制小班四大特色.....	15
图 25. 公司全日制师资层层筛选、质量优秀.....	15
图 26. 公司研发费用投入回升.....	15
图 27. 2023 年收入回升下研发费用率略有下降.....	15
图 28. 公司 ASPG 系统提升教学质量.....	16
图 29. 我国中等职业学校数量（所）.....	18
图 30. 我国民办中等职业学校数量.....	18
图 31. 我国中等职业教育招生人数.....	18
图 32. 我国民办中职在校生数.....	18
表 1. 公司打造多元化教育业务.....	5
表 2. 公司四大个性化特色课程.....	13
表 3. 政策端加大对职业教育支持.....	17
表 4. 公司收购中职院校情况.....	19
表 5. 公司收入拆分.....	20
表 6. 可比公司选取依据.....	21
表 7. 可比公司盈利预测及估值（截至 2024 年 8 月 22 日）.....	21

1 学大教育：稳固传统教培业务，积极布局职教业务

1.1 基本概况：个性化教育龙头，布局职教业务迎新发展

深耕教育行业二十余载，自 2001 年创立以来公司一直秉持着“以人为本，因材施教”的教育理念，制定和实施以学生为中心的教学体系及模式。公司已累计服务超 100 万的学生，覆盖 100 多个城市。自“双减”政策后，公司巩固个性化教育业务，积极拓展全日制基地等业务应用场景；同时积极深入探索和布局职业教育、文化服务、教育数字化等领域。

- **2001-2010：初创与快速扩张。**2001 年，公司成立并开启个性化教育路程。2002 年，确立线上家教网模式，向家长与老师提供桥梁，收取中介费用。2004 年开设了第一家学习中心，全面推行个性化辅导模式。2007 年获得鼎晖投资，并于 2010 年公司成功登陆美国纽交所。
- **2011-2020：规模化发展与多元化进程。**2012 年，公司学习中心数量突破 400 家。2016 年初，银润投资与公司达成收购股权的协议，同时向紫光卓远借款 23.5 亿元，完成对公司的收购，并更名为紫光学大。2018 年，推出学大网校、新高考系列产品。2020 年 5 月，公司第一大股东变更，创始人金鑫先生回归。
- **2021-至今：聚焦个性化业务，布局职教新业务。**2021 年，“双减”政策后公司积极应对行业政策变化，全面拓展业务，开始布局职业教育新业务，建立综合性、多元化教育集团。

图1.公司发展历程：个性化教育全国布局，职教业务成新增长点



数据来源：公司官网，财通证券研究所

1.2 业务：打造多元化教育集团

多元化教育业务布局。公司顺应行业发展趋势，深入开展职业教育、个性化教育、教育数字化、文化服务等业务，以增强公司持续经营能力。公司具有多年教育行业资源，拥有大批管理人才和经验丰富的优秀教师，具备快速搭建和设计教学产品的能力。此外，公司还具有完善的教师培养体系，通过“两阶段+三层次+四结合”培养体系，增强教师教学水平。

表1.公司打造多元化教育业务

业务板块	业务内容
个性化服务业务	以人为本、因材施教，提供以学生为中心的个性化教育服务，发掘个性优势，培养学习能力，提升综合素养。目前，公司个性化学习中心 240 余所，覆盖 100 余城市。全日制学习基地致力于为高考复读生、艺考生等学生群体提供无干扰、无顾虑、无隐患的学习环境，根据学生实际情况全程安排个性化的教学进度和授课内容
职业教育业务	分为中等职业教育、高等职业教育、产教融合和职业技能培训四个方面。充分依托公司多年来积累的教学教研知识体系、师资资源、技术优势、产业资源等，通过联合办学、校企合作、投资举办、专业共建等模式全面打通职业院校学生成长成才和升学就业的通道。
文化服务业务	面向泛人群打造定制化、智能化、沉浸式的综合性文化服务空间，为用户提供图书借阅、阅读活动、文创产品、咖啡轻食等产品和服务。

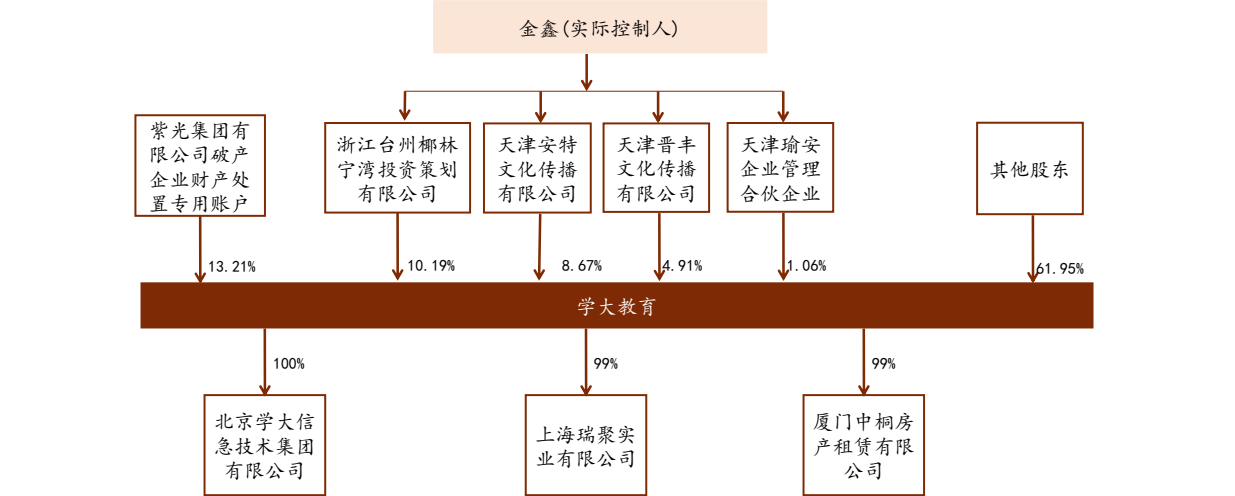
数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.3 管理团队教育领域经验丰富，创始人回归成第一大股东

创始人回归后，控制公司 24.84% 股权。2020 年 5 月，公司股东天津安特及其一致行动人椰林湾合计持有公司股份 2303 万股，约占公司总股本的 23.94%，成为公司第一大股东，实际控制人变更为无实际控制人。2021 年 4 月，公司非公开发行股份后，公司控股股东变更为天津安特、椰林湾和晋丰文化，合计持有公司 24.65% 的股份，实控人变更为金鑫先生。截至 2024/4/29，公司控股股东合计控制公司 24.84% 的股权。

公司创始人在教育领域经验丰富。金鑫先生于 2001 年 9 月创办学大教育，2009 年至今任北京学大信息技术集团有限公司董事长、总裁（暨总经理）；自 2020 年 5 月至今担任公司总经理，并自 2020 年 6 月至今担任公司董事、2024 年 4 月至今担任公司董事长。

图2.公司控股股东合计控制公司 24.84%股权（截至 2024/4/29）

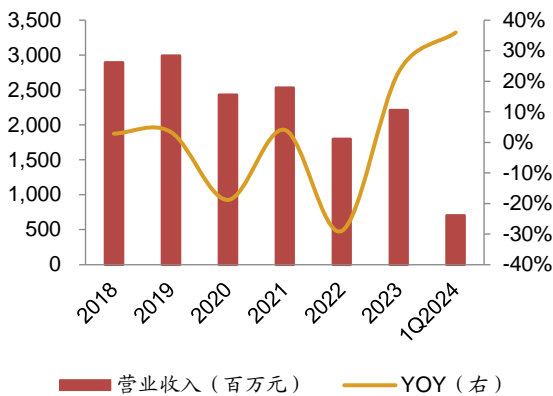


数据来源：Wind，财通证券研究所

1.4 成本降低效果显著，盈利能力不断改善

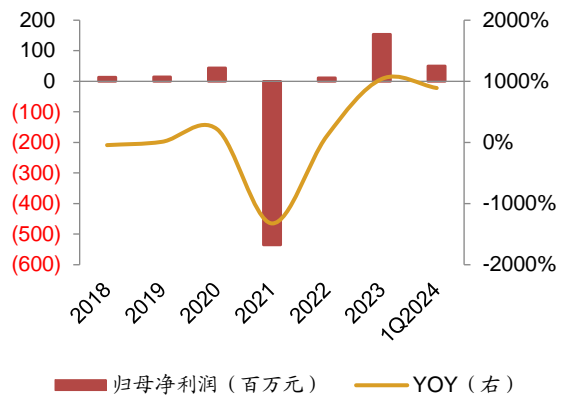
公司业务恢复，业绩稳中向好。公司保持个性化教育领域业务优势及品牌形象，随着经营环境逐步改善，公司个性化教育业务市场需求提升，推动公司经营业绩稳定增长；同时，公司深入推进职业教育、文化阅读、医教融合等业务，夯实核心竞争力，提升公司持续盈利能力。伴随业务持续恢复及经营效率优化，1H2024 公司预计实现归母净利润 1.30-1.85 亿元，同比增长 46.32%-108.23%。

图3.2022年后公司收入恢复向好



数据来源：Wind，财通证券研究所

图4.公司利润规模达到新高

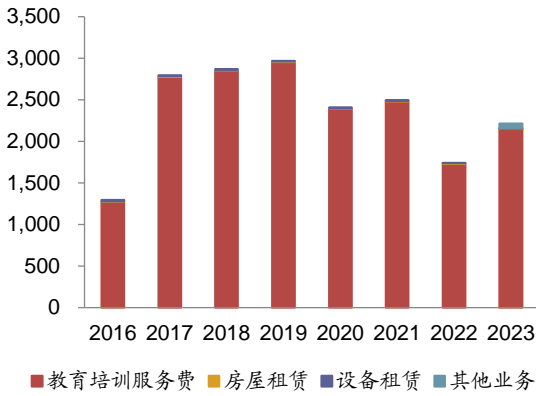


数据来源：Wind，财通证券研究所

教育培训服务为公司核心收入来源，盈利能力提升。2020-2023 年，教育培训服务业务分别贡献 23.94/24.80/17.30/21.47 亿元收入，毛利率分别为 26%/26%/27%/36%。

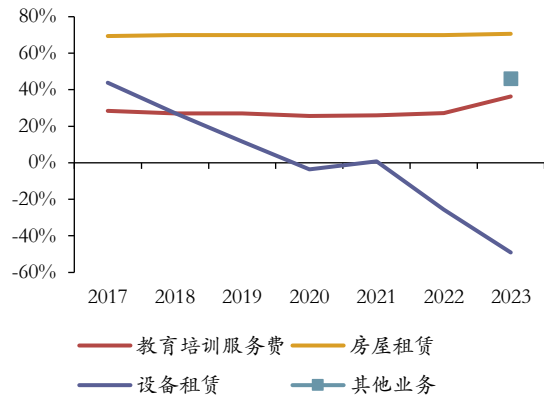
公司在个性化教育垂直领域持续深化、重点布局，教育培训服务收入恢复向好，同时加强成本管控，推进提质增效，2023年毛利率大幅提升。

图5.教育培训服务费贡献主要收入（百万元）



数据来源：Wind，财通证券研究所

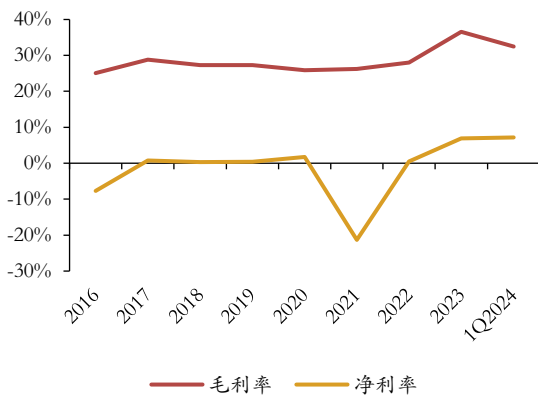
图6.公司分业务板块毛利率



数据来源：Wind，财通证券研究所

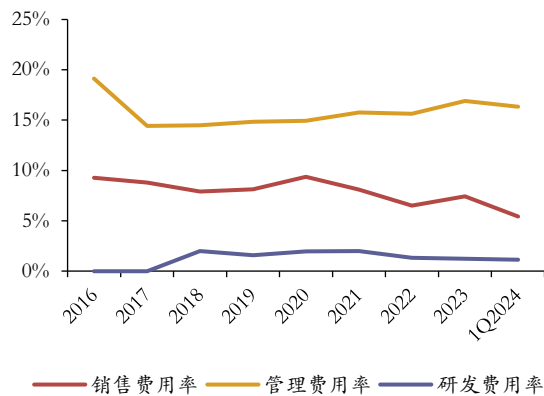
精细化管理下运营效率提升，盈利能力优化。公司持续推进管理及组织优化，提升内部精细化管理水平，加强成本管控，提质增效，优化运营组织和经营效率。2023年公司毛利率、净利率分别为37%/7%，同比明显改善。

图7.公司净利率显著提升



数据来源：Wind，财通证券研究所

图8.公司期间费用率呈下降趋势

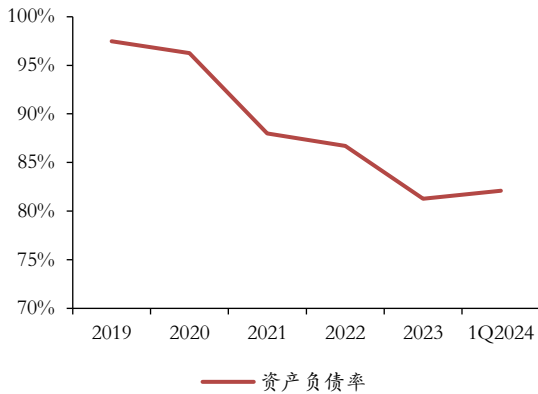


数据来源：Wind，财通证券研究所

持续还款减轻债务压力。根据公司公告，紫光卓远同意就人民币10.14亿元相关债权继续向公司展期，展期期限自2023年9月30日起至2025年12月31日止，展期借款利率为4.35%/年。此外，2023年公司偿还借款本金人民币4亿元及所对

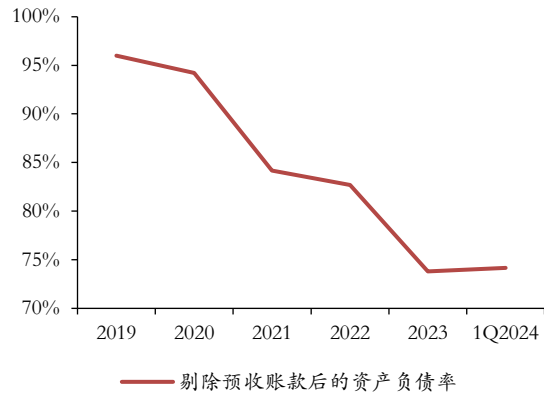
应的利息人民币约 2304 万元，并分别于 2024 年 3 月、4 月、7 月偿还借款本金人民币 5000 万元、1 亿元、5000 万元。截至 2024 年 8 月 1 日，公司对紫光卓远的剩余借款本金金额约为人民币 3.49 亿元。

图9.公司资产负债率呈下降趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图10.公司剔除预收账款后的资产负债率呈下降趋势



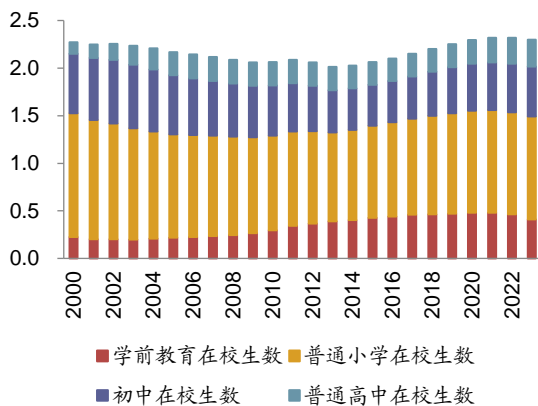
数据来源: Wind, 财通证券研究所

2 个性化教育头部公司，全国化品牌优势

2.1 市场需求稳定，规模庞大

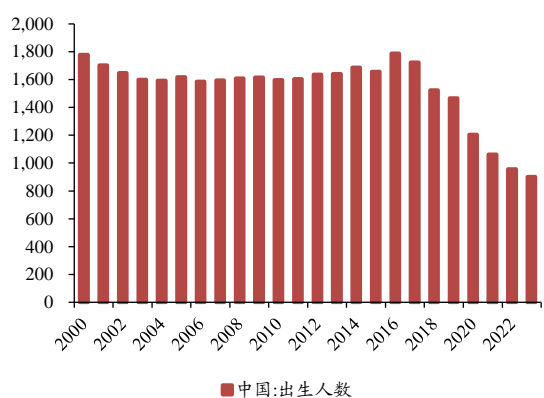
高考升学竞争压力下，辅导需求持续提升。截至 2023 年，我国 K12 阶段（含学龄前）在读人数合计 2.30 亿人，其中学前教育/小学/初中/普通高中在校生人数分别为 4093/10836/5244/2804 万人。

图11.我国 K12+学龄前在读人数 2.3 亿人（2023）



数据来源: Wind, 财通证券研究所

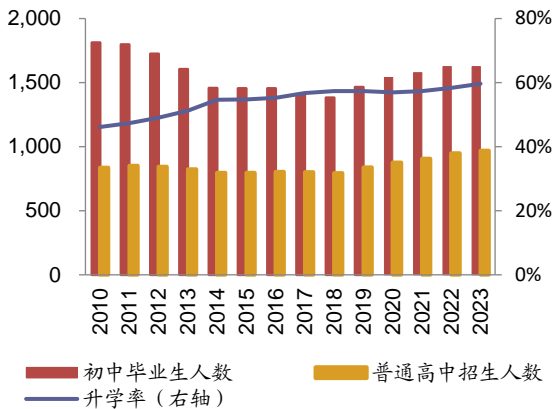
图12.我国历年出生人数（万人）



数据来源: Wind, 财通证券研究所

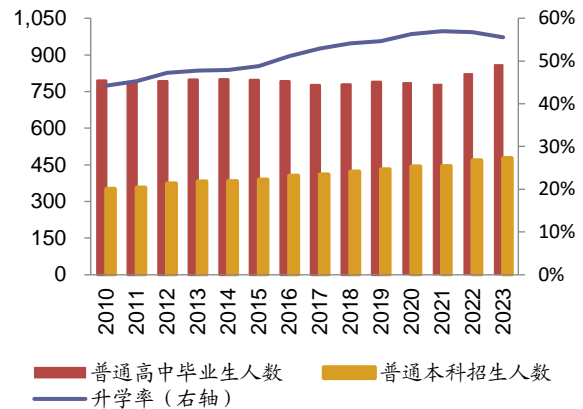
因我国高等教育资源较为紧张，简易计算 2023 年我国普通本科升学率为 56%，且高中阶段在读人数持续增长，普通高中在校生人数从 2020 年 2494 万人提升至 2023 年 2804 万人，CAGR 达 3.97%，估计学科辅导需求持续提升。2024 年全国高考报名人数 1342 万人，比去年增加 51 万人。根据我国出生人口趋势看，2006-2017 年我国新生儿呈上升趋势，假设 18 岁前后首次参加高考，预计 2035 年前高考升学竞争压力持续提升。

图13.我国普通高中升学率（2010-2023）



数据来源：Wind，财通证券研究所

图14.我国普通本科升学率（2010-2023）



数据来源：Wind，财通证券研究所

注：此处简易计算，升学率=普通本科招生人数/普通高中毕业生人数×100%

据 Frost&Sullivan 估计，2019 年中国 K12 校外辅导市场（含幼儿及儿童英语语言培训）的总市场规模达 6191 亿元，校外辅导培训学生人次达 6.60 亿人次。据北大及西南财大中国教育财政家庭调查，2019 年我国高中生校外补习、校外兴趣班参培率分别为 18.1%/5.8%，客单价均值分别为 1.22/0.93 万元/年；据教育部数据，2019 年我国高中生在读人数为 2414 万人；我们推算 2019 年高中校外培训市场规模达 663.80 亿元，且 2019 年后我国高中适龄人群持续增长，预计培训市场规模持续扩大。

图15.我国 K12 教培市场规模（亿元）

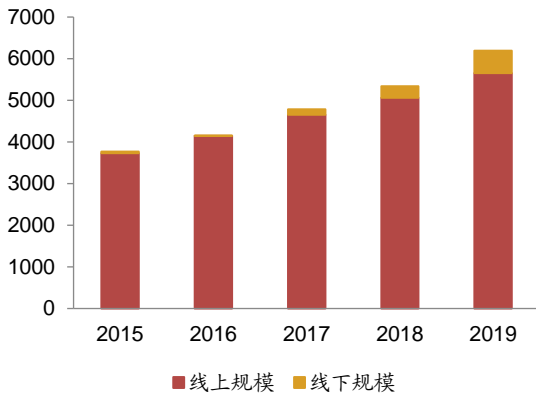
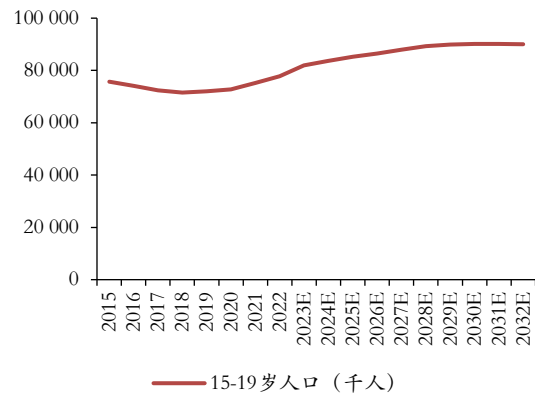


图16.我国 15-19 岁人口趋于上升



数据来源：Frost&Sullivan、新东方招股说明书，财通证券研究所

数据来源：国家统计局、UN、Wind，财通证券研究所

2.2 头部机构合规转型完毕，政策引导服务质量提升

政策引导提升服务质量。2024 年 8 月，国务院发布《关于促进服务消费高质量发展的意见》，提出“推动高等院校、科研机构、社会组织开放优质教育资源，满足社会大众多元化、个性化学习需求；推动社会培训机构面向公众需求提高服务质量。”各级各类社会培训机构应持续提高服务质量，提升参训学员的文化素质、科学素养和劳动技能等。目前我国高中阶段校外培训服务供应商包括全国化机构新东方、学大教育等，区域机构昂立教育、卓越教育、思考乐教育等。

合规转型完毕，业绩持续恢复。此前教育部《校外培训管理条例（征求意见稿）》发布，明确校外培训成为学校教育有益补充的基本定位，头部公司完成义务教育阶段非学科培训业务、高中阶段学科培训业务转型，疫情后需求端持续释放，带动主要公司业绩增长。

图17.K12 教育公司经营业绩快速恢复

股票代码	公司简称	2023年（亿元）				1Q2024（亿元）			
		营收	yoy	归母净利润	yoy	营收	yoy	归母净利润	yoy
EDU.N	新东方	-	-	-	-	12.07	60.10%	0.87	6.80%
TAL.N	好未来	-	-	-	-	4.30	59.70%	0.28	扭亏
3978.HK	卓越教育集团	5.06	-1.58%	0.91	62.11%	-	-	-	-
1769.HK	思考乐教育	5.79	42.06%	0.86	58.03%	-	-	-	-
000526.SZ	学大教育	22.13	23.09%	1.54	1035.24%	7.05	35.97%	0.50	886.44%
600661.SH	昂立教育	9.66	27.00%	-1.88	转亏	2.79	47.42%	0.11	扭亏
300192.SZ	科德教育	7.71	-2.94%	1.39	83.60%	1.88	10.46%	0.41	13.94%
300010.SZ	*ST豆神	9.93	-2.03%	0.32	扭亏	1.91	22.01%	0.22	扭亏
002659.SZ	凯文教育	2.54	47.78%	-0.50	减亏	0.77	12.93%	-0.04	减亏
002599.SZ	盛通股份	23.96	7.02%	0.04	-17.97%	4.83	-18.90%	-0.08	减亏

数据来源：Wind，财通证券研究所

注：新东方、好未来营收/归母净利润单位为亿美元，报告期为 2023/12/1-2024/2/29

受益于业务持续恢复，主要公司盈利能力持续恢复。2023年，学大教育/卓越教育/思考乐教育毛利率同比+8.5/+11.7/+7.3pct，净利率同比+6.4/+7.2/+1.4pct；1Q2024，学大教育/昂立教育毛利率同比+1.9/+0.9pct，净利率同比+6.3/+20.4pct。

图18.主要K12教育公司费用控制良好，盈利能力提升(%)

代码	公司	2022	2023	YOY	1Q2023	1Q2024	YOY
毛利率							
000526.SZ	学大教育	28.0%	36.5%	8.5%	30.5%	32.4%	1.9%
600661.SH	昂立教育	45.6%	41.7%	-3.9%	47.4%	48.3%	0.9%
300192.SZ	科德教育	30.9%	33.3%	2.4%	37.3%	36.8%	-0.5%
300010.SZ	*ST豆神	29.8%	31.3%	1.5%	38.2%	41.3%	3.1%
002659.SZ	凯文教育	14.4%	24.1%	9.8%	20.5%	26.7%	6.2%
002599.SZ	盛通股份	15.6%	15.0%	-0.6%	10.4%	14.8%	4.4%
3978.HK	卓越教育集团	35.2%	47.0%	11.7%	-	-	-
1769.HK	思考乐教育	34.5%	41.8%	7.3%	-	-	-
期间费用率							
000526.SZ	学大教育	22.1%	24.3%	2.2%	21.1%	21.7%	0.6%
600661.SH	昂立教育	54.1%	54.3%	0.2%	57.4%	41.4%	-16.0%
300192.SZ	科德教育	17.1%	12.5%	-4.6%	12.0%	9.8%	-2.2%
300010.SZ	*ST豆神	43.7%	40.0%	-3.8%	48.2%	32.9%	-15.3%
002659.SZ	凯文教育	31.4%	22.0%	-9.3%	19.8%	17.8%	-1.9%
002599.SZ	盛通股份	15.0%	14.7%	-0.3%	14.3%	17.2%	2.9%
3978.HK	卓越教育集团	23.6%	16.6%	-7.0%	-	-	-
1769.HK	思考乐教育	21.4%	23.1%	1.8%	-	-	-
净利率							
000526.SZ	学大教育	0.5%	6.9%	6.4%	0.9%	7.2%	6.3%
600661.SH	昂立教育	26.1%	-19.7%	-45.9%	-15.8%	4.7%	20.4%
300192.SZ	科德教育	9.8%	17.3%	7.4%	20.5%	21.2%	0.7%
300010.SZ	*ST豆神	-70.1%	2.7%	72.7%	-34.5%	11.1%	45.7%
002659.SZ	凯文教育	-56.2%	-19.1%	37.1%	-15.7%	-4.6%	11.1%
002599.SZ	盛通股份	0.1%	0.2%	0.1%	-4.1%	-1.8%	2.3%
3978.HK	卓越教育集团	10.5%	17.8%	7.2%	-	-	-
1769.HK	思考乐教育	13.2%	14.6%	1.4%	-	-	-

数据来源：Wind，财通证券研究所

续班率&报班人数提升，预收学费大幅增长。截至2023年末，学大教育/昂立教育/卓越教育/思考乐教育合同负债同比+19.9%、+48.3%、+40.4%、+51.6%；截至1Q2024末，新东方/好未来/学大教育/昂立教育合同负债同比+30.9%、+70.2%、+23.5%、+24.1%（新东方&好未来为截至2024/2/29数据）。

图19.主要 K12 教育公司收现&合同负债快速增长 (亿元, %)

代码	公司	2022	2023	YOY	1Q2023	1Q2024	YOY
销售商品、提供劳务收到的现金							
000526.SZ	学大教育	17.16	24.71	44.0%	7.09	9.64	36.0%
600661.SH	昂立教育	6.70	11.97	78.5%	2.71	2.91	7.4%
300192.SZ	科德教育	6.11	5.99	-1.9%	2.01	1.81	-9.9%
300010.SZ	*ST豆神	9.81	9.51	-3.0%	1.27	1.30	2.5%
002659.SZ	凯文教育	2.97	2.23	-25.2%	0.29	0.31	6.0%
002599.SZ	盛通股份	22.18	23.26	4.9%	5.72	4.00	-30.1%
合同负债							
EDU.N	新东方	-	-	-	11.63	15.22	30.9%
TAL.N	好未来	-	-	-	2.35	4.00	70.2%
000526.SZ	学大教育	5.99	7.18	19.9%	8.10	10.01	23.5%
600661.SH	昂立教育	3.90	5.79	48.3%	4.48	5.56	24.1%
300192.SZ	科德教育	0.38	0.67	75.5%	0.87	0.97	11.7%
300010.SZ	*ST豆神	3.50	2.82	-19.4%	3.25	2.19	-32.6%
002659.SZ	凯文教育	1.27	0.83	-34.5%	0.85	0.39	-54.5%
002599.SZ	盛通股份	3.08	2.55	-17.1%	2.78	2.41	-13.5%
3978.HK	卓越教育集团	1.51	2.12	40.4%	-	-	-
1769.HK	思考乐教育	1.82	2.76	51.6%	-	-	-

数据来源: Wind, 财通证券研究所

注: 新东方、好未来递延收入-流动负债单位为亿美元, 报告期末为 2024/2/29

主要公司教师等员工扩张, 人数明显提升。截至 2023 年末, 学大教育/昂立教育/卓越教育/思考乐教育员工数同比+36.9%、+32.9%、-17.2%、+71.8%。

图20.主要 K12 教育公司增配人员 (人, 亿元, %)

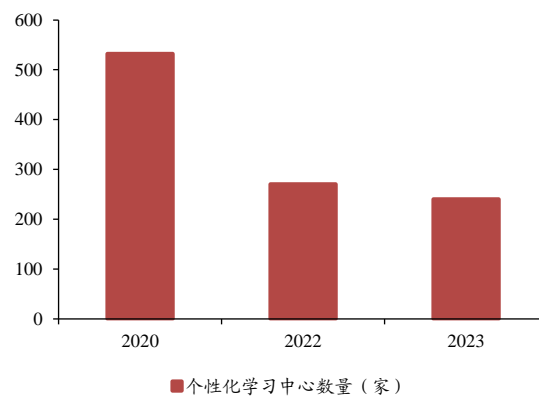
代码	公司	2022	2023	YOY	1Q2023	1Q2024	YOY
人员数量							
000526.SZ	学大教育	4614	6318	36.9%	-	-	-
600661.SH	昂立教育	1981	2632	32.9%	-	-	-
300192.SZ	科德教育	1381	1434	3.8%	-	-	-
300010.SZ	*ST豆神	696	744	6.9%	-	-	-
002659.SZ	凯文教育	273	335	22.7%	-	-	-
002599.SZ	盛通股份	3466	3261	-5.9%	-	-	-
3978.HK	卓越教育集团	1022	846	-17.2%	-	-	-
1769.HK	思考乐教育	1350	2319	71.8%	-	-	-
支付给职工以及为职工支付的现金							
000526.SZ	学大教育	11.56	13.00	12.5%	2.60	3.57	37.2%
600661.SH	昂立教育	6.05	6.37	5.3%	1.38	1.83	33.3%
300192.SZ	科德教育	2.25	1.75	-22.3%	0.38	0.49	28.5%
300010.SZ	*ST豆神	1.74	1.56	-10.6%	0.50	0.47	-4.9%
002659.SZ	凯文教育	0.59	0.62	4.6%	0.14	0.18	29.6%
002599.SZ	盛通股份	5.25	5.33	1.4%	1.38	1.23	-11.0%

数据来源: Wind, 财通证券研究所

2.3 1v1 个性化教学：全国化品牌，全流程服务

个性化教育龙头，网点遍布全国。“双减”后，公司严格遵守教育法规和政策，个性化教育业务提高针对普通高中阶段的培训业务收入占比，规范义务教育阶段学科培训业务模式，深化服务质量等，确保合规经营。目前公司个性化学习中心近240所，覆盖主要一、二线城市，并辐射三、四线城市，并能通过科技赋能，将单一的线下或线上教学活动拓展为立体化的双线融合教学，升级智能化教学服务系统，提升线下校区业务能力。

图21.公司个性化学习中心数量



数据来源：公司公告，财通证券研究所

表2.公司四大个性化特色课程

课程类型	适用学生	课程优势
特色课	基础薄弱、跟不上课的学生	知识梳理，训练学习方法，巩固基础，构建知识体系。
专项课	自身存在弱势，不足的学生	针对薄弱环节，逐一进行，训练方法，弥补弱项，巩固基础。
潜能课	学习时间短、基础薄弱的学生	遵循个性化学习理念，针对个别学生学习时间短、基础薄现状，进行因材施教、因时制宜，传授学习方法。
梳理课	需要集中巩固、梳理知识的学生	通过数据分析，精心设计课程内容，传授学习方法，梳理知识架构。

数据来源：公司官网，财通证券研究所

个性化服务贴合学生需求。相较于小班课和大班课，学大个性化教培提供更具针对性的6对1陪伴式贴心服务。公司通过与学生面对面沟通交流，了解其个性特

点，据此定制个性化学习计划，因材施教；并对学生情况进行监督指导，及时反馈修订培养方案。

图22.公司通过6大环节实现个性化服务



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图23.公司6对1陪伴式贴心服务



数据来源：公司官网，财通证券研究所

2.4 全日制学习基地：师资优异，高效提分

全日制提供定制辅导方案，致力于高效精准提分。公司全日制学习基地致力于为高考复读生、艺考生等学生群体提供无干扰、无顾虑、无隐患的学习环境，根据学生实际情况全程安排个性化的教学进度和授课内容，使学生获得高效的学习体验。经过多年的发展和沉淀，全日制培训业务在系统、师资、课程、教研、运营、管理等方面积累了强大的能力和资源，已成为公司传统优势业务之一。2023年，已经在全国多个省市布局了30余所全日制培训基地。此外，公司在大连、宁波等地结合当地教育发展需要，兴办具有个性化教育特色的全日制双语学校。

公司全日制课程服务对象为初四（中复）学生、初/高三应届生、高四（高复）学生。所有学员入学前均需评估学情，根据程度及选科进行编班（20-30人小班），提供定制辅导方案与配套校本教材，培训内容补基础、提技巧、多练习、分主次，

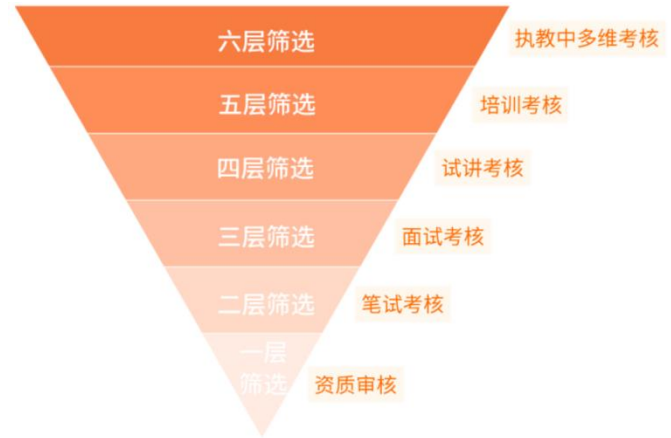
致力于高效精准提分。学大全日制课程配备优质教师资源，教师均历经严格筛选，多层考核，全部持有教师资格证书，多年带班教学经验丰富。

图24.公司全日制小班四大特色



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图25.公司全日制师资层层筛选、质量优秀

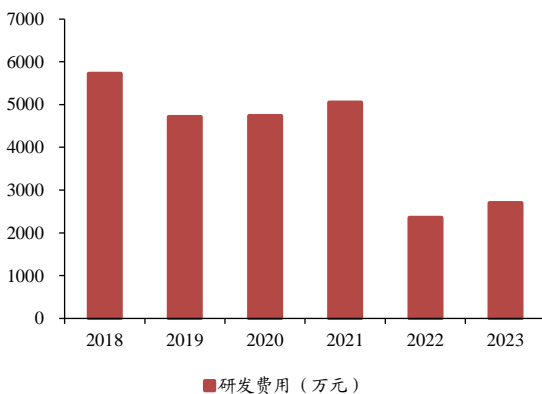


数据来源：公司官网，财通证券研究所

2.5 研发投入提升教学质量

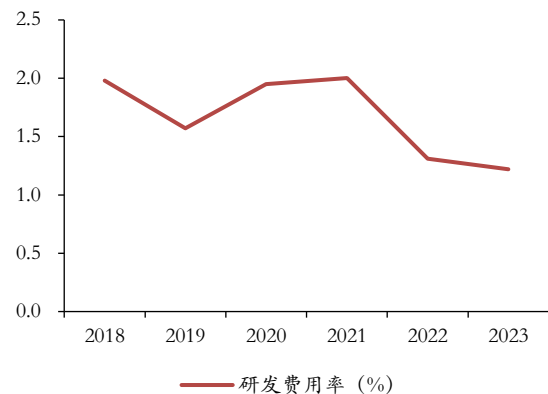
持续研发投入，迭代教学产品。2023年公司研发费用2700万元，同比增长14.75%，主系研发人力成本增加。公司主要研发教学统计管理系统、学大百问百答系统、学成世纪互联网教育线上教育软件以及学成世纪教育学员进步可视化系统等项目，旨在提高教学质量，实现教学全流程管理，巩固竞争优势。

图26.公司研发费用投入回升



数据来源：Wind，财通证券研究所

图27.2023年收入回升下研发费用率略有下降



数据来源：Wind，财通证券研究所

2014年后，公司上线个性化学习辅导系统“e学大”，快速推进教学和学习的数字化和在线化。该系统采用ASPG学习及辅导体系，由A评测(Assessment)、S自学(Self-study)、P定位(Pinpoint)、G辅导(Guiding)四个学习环节组成，并顺序形成一个可循环提高的学习及辅导闭环。学生在评测(A)环节中进行在线练习或测试，在自学(S)环节中对测试中出现的知识问题进行学习，同时系统通过对学生学习情况的跟踪及数据分析，应用云数据挖掘技术实现对学生学习问题及薄弱环节的精准定位(P)，最后实现对学生进行精准及针对性的个性化辅导(G)。

图28.公司 ASPG 系统提升教学质量



数据来源：公司官网，财通证券研究所

3 布局职教第二增长曲线

3.1 政策端促进职教高质量发展

职业教育政策频发，促进职业教育高质量发展。2021年10月两办发布《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》，提出“到2025年，职业教育类型特色更加鲜明，现代职业教育体系基本建成，技能型社会建设全面推进。办学格局更加优化，办学条件大幅改善，职业本科教育招生规模不低于高等职业教育招生规模的10%，职业教育吸引力和培养质量显著提高；到2035年，职业教育整体水平进入世界前列，技能型社会基本建成。技术技能人才社会地位大幅提升，职业教育供给与经济社会发展需求高度匹配，在全面建设社会主义现代化国家中的作用显著增强。”多个政府部门陆续印发多项政策，积极鼓励职业教育发展，进一步推进产教融合，适应新阶段发展需求。

表3.政策端加大对职业教育支持

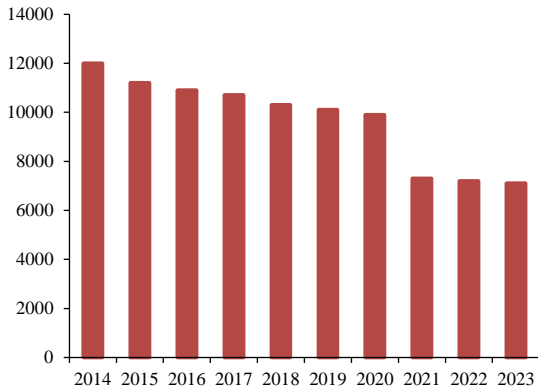
时间	发布单位	政策名称	政策内容
2024年8月	国务院	《关于促进服务消费高质量发展的意见》	推动职业教育提质增效，建设高水平职业学校和专业。
2023年7月	教育部办公厅	《关于加快推进现代职业教育体系建设改革重点任务的通知》	各地要支持龙头企业和高水平高等学校、职业学校牵头，联合行业组织、学校、科研机构、上下游企业等共同参与，组建一批产教深度融合、服务高效对接、支撑行业发展的跨区域行业产教融合共同体。
2023年6月	国家发展改革委	《职业教育产教融合赋能提升行动实施方案（2023-2025年）》	推动形成产教融合“头雁效应”、夯实职业院校发展基础、建设产教融合实训基地、深化产教融合校企合作、健全激励扶持组合举措等5方面19条政策措施，对于持续优化人力资源供给结构意义重大。
2022年12月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于深化现代职业教育体系建设改革的意见》	以提升职业学校关键能力为基础，以深化产教融合为重点，以推动职普融通为关键，以科教融汇为新方向，充分调动各方面积极性，统筹职业教育、高等教育、继续教育协同创新。
2022年12月	中共中央国务院	《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》	要完善职业技术教育和培训体系，增强职业技术教育适应性；鼓励社会力量提供多样化教育服务，支持和规范民办教育发展。
2022年10月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于加强新时代高技能人才队伍建设的意见》	到“十四五”时期末，技能人才占就业人员的比例达到30%以上，高技能人才占技能人才的比例达到1/3，东部省份高技能人才占技能人才的比例达到35%。力争到2035年，技能人才规模持续壮大、素质大幅提高，高技能人才数量、结构与基本实现社会主义现代化的要求相适应。
2021年10月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》	到2025年，职业教育类型特色更加鲜明，现代职业教育体系基本建成，技能型社会建设全面推进。办学格局更加优化，办学条件大幅改善，职业本科教育招生规模不低于高等职业教育招生规模的10%，职业教育吸引力和培养质量显著提高。 到2035年，职业教育整体水平进入世界前列，技能型社会基本建成。技术技能人才社会地位大幅提升，职业教育供给与经济社会发展需求高度匹配，在全面建设社会主义现代化国家中的作用显著增强。

数据来源：中共中央办公厅、国务院办公厅、公司公告，财通证券研究所

3.2 中职院校整合，民办比例提升

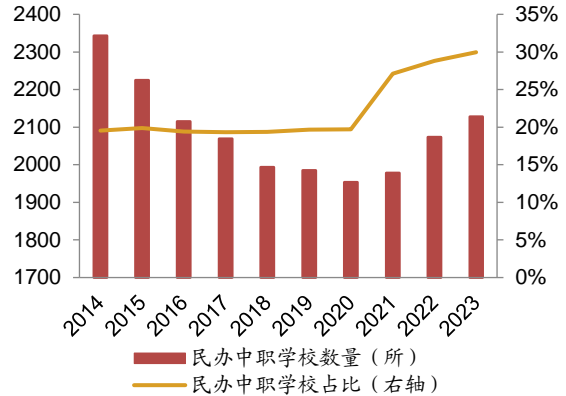
中职办学更加注重质量，民办学校占比提高。2020年9月，教育部等九部门联合印发《职业教育提质培优行动计划（2020—2023年）》，提出“全面核查中职学校基本办学条件，整合‘空、小、散、弱’学校，优化中职学校布局。”目前我国中职学校数量从2014年1.2万所降到2023年0.71万所，民办中职占比从19.53%上升到29.97%，民办在中职赛道发展较为顺畅，保持稳定增长。

图29.我国中等职业学校数量（所）



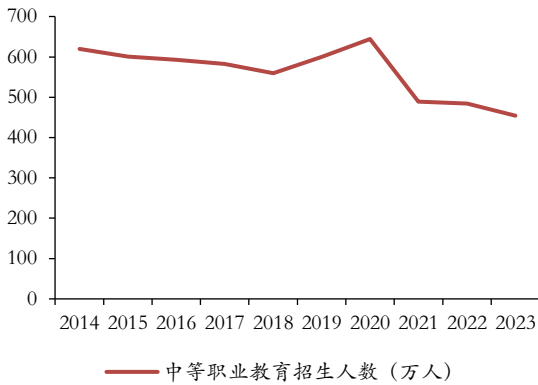
数据来源：教育部，财通证券研究所
注：2021年后不包含人社部管理的技工学校

图30.我国民办中等职业学校数量



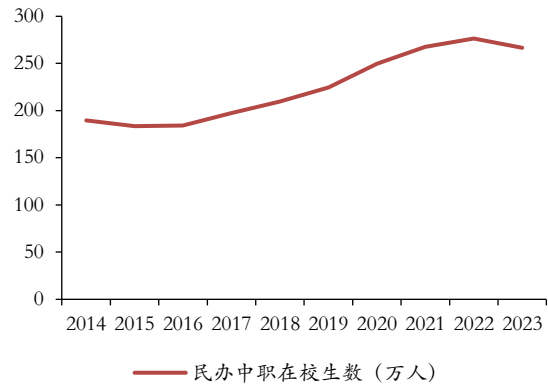
数据来源：教育部，财通证券研究所
注：2021年后不包含人社部管理的技工学校

图31.我国中等职业教育招生人数



数据来源：教育部，财通证券研究所
注：2021年后不包含人社部管理的技工学校

图32.我国民办中职在校生数



数据来源：教育部，财通证券研究所
注：2021年后不包含人社部管理的技工学校

3.3 公司职业教育有望成新增长点

收购托管中职院校，业务规模有望快增。公司开展中等职业教育、高等职业教育及产教融合、职业技能培训三个模块。借助在教研、师资、技术等方面的积累，公司通过联合办学、校企合作、投资举办、专业共建等模式搭建职业院校学生培养、升学和就业的通道。公司已经收购了东莞市鼎文职业技术学校、大连通才中等职业技术学校、沈阳国际商务学校；托管运营了青岛西海岸新区绿泽电影美术学校、西安市西咸新区丝路艺术职业学校等。

表4.公司收购中职业院校情况

时间	收购目标公司	管理学校	收购对价 (万元)	股权比例	营业利润 (万元)
2024年2月3日	珠海隆大智业教育管理顾问有限公司	珠海市工贸技工学校 珠海市工贸管理专修学校	5460	70%	641.11 (2022)
2023年8月12日	沈阳双晟教育科技有限公司	沈阳国际商务学校	3040	80%	-
2022年10月26日	大连市通才汇国际教育控股有限责任公司	大连通才中等职业技术学校	1386	100%	-

数据来源：公司公告，财通证券研究所

产教融合深化，推动产学研用一体化。2024年7月，公司联合北斗伏羲及长春市技师学院共建低空经济产教融合项目。三方将共同打造低空经济产业学院，低空智联校园应用示范区，科研联合实验室及产教融合人才实训与服务基地，不断根据市场需求优化专业设置和人才培养方案的同时，积极参与当地低空空域项目建设从而实现以教促产。

4 盈利预测&投资建议

4.1 盈利预测

收入&毛利率预测：

教育培训服务费收入：系公司主营业务，包括个性化教育及职业教育业务。(1) 个性化业务板块，优质高教资源相对稀缺背景下考生高中阶段学科培训需求旺盛，“双减”后行业供给出清不再新批学科类培训牌照，市场供给相对有限。公司及时完成业务合规化转型，依托于全国化品牌优势，培训人次有望持续提升；同时供给受限下客单价有望持续提升。(2) 职业教育，公司持续收购、托管运营新校，在读人次有望在短期内实现快增。我们预计公司教育培训服务费收入 2024-2026 年收入增速分别为 25.9%/20.5%/20.2%，毛利率分别为 36.8%/37.1%/37.2%。

其他业务：系公司房屋租赁、设备租赁及其他业务，对公司收入及利润影响有限。我们预计其他业务 2024-2026 年收入及毛利率维持在 2023 年水平。

表5.公司收入拆分

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
整体					
收入 (百万元)	1,797.61	2,212.64	2,769.45	3,324.33	3,983.00
yoy	-28.9%	23.1%	25.2%	20.0%	19.8%
毛利 (百万元)	503.99	807.66	1,022.89	1,236.18	1,484.95
毛利率	28.0%	36.5%	36.9%	37.2%	37.3%
教育培训服务费收入					
收入 (百万元)	1,729.70	2,146.92	2,703.74	3,258.62	3,917.29
yoy	-30.3%	24.1%	25.9%	20.5%	20.2%
毛利 (百万元)	469.69	780.56	995.79	1,209.08	1,457.85
毛利率	27.2%	36.4%	36.8%	37.1%	37.2%
房屋租赁					
收入 (百万元)	6.39	6.57	6.57	6.57	6.57
yoy	0.0%	2.8%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利 (百万元)	4.46	4.64	4.64	4.64	4.64
毛利率	69.8%	70.6%	70.6%	70.6%	70.6%
设备租赁					
收入 (百万元)	5.93	5.00	5.00	5.00	5.00
yoy	-20.9%	-15.7%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利 (百万元)	-1.52	-2.46	-2.46	-2.46	-2.46
毛利率	-25.6%	-49.2%	-49.2%	-49.2%	-49.2%
其他业务					
收入 (百万元)	55.59	54.14	54.14	54.14	54.14
yoy	57.0%	-2.6%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利 (百万元)	31.36	24.92	24.92	24.92	24.92
毛利率	56.4%	46.0%	46.0%	46.0%	46.0%

数据来源: Wind, 财通证券研究所

费用率&所得税率预测:

销售费用率: 主要系公司销售人员工资、推广活动支出等,“双减”后供给侧出清,公司作为全国个性化培训头部企业,知名度较高,销售费用支出较“双减”前有所下滑,预计后续支出总额随收入增长,销售费用率维持在 7.0%水平。

管理费用率: 主要系管理人员薪酬、日常营运开支、股份支付费用等。随股权激励摊销影响下降,同时人员增长相对有限,预计 2024-2026 年管理费用率分别为 16.0%/15.0%/15.0%。

研发费用率: 主要系教学相关产品研发的人员投入,预计 2024-2026 年研发费用率维持在 1.0%水平。

所得税税率：根据国内企业所得税法实施规定，公司税率为 25%。

投资建议：公司作为全国个性化教育头部企业，受益于终端需求旺盛，培训人次及客单价有望持续提升。同时公司积极布局职业教育第二增长曲线，持续收购、托管运营中职院校，在读人次有望快增，贡献业绩增量。我们预计公司 2024-2026 年净利润分别为 2.51/3.40/4.34 亿元，对应 PE 分别为 29x/21x/16x，首次覆盖给予“增持”评级。选取新东方-S、中公教育、昂立教育作为可比公司，2024-2026 年 PE 中位数分别为 37x/18x/14x。

表6.可比公司选取依据

公司	主营业务
学大教育	公司主营业务和主要服务为教育培训服务。
可比公司	主营业务
新东方-S	公司提供各种教育课程、服务及产品；此外通过东方甄选进行自营产品销售及直播电商业务。
中公教育	公司主营业务横跨公共服务岗位招录考试培训、学历提升、职业资格和职业能力培训等 3 大板块，主要服务于 18 岁-45 岁的大学生、大学毕业生和各类职业专才等知识型就业人群。
昂立教育	公司业务包括素质教育、职业教育、成人教育和国际与基础教育四大板块。

数据来源：Wind，财通证券研究所

表7.可比公司盈利预测及估值（截至 2024 年 8 月 22 日）

公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)					PE				
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
新东方-S*	808	48.83	-5.12	0.76	1.33	2.08	2.86	-9.54	63.91	36.61	23.52	17.10
中公教育*	108	1.75	-0.18	-0.03	0.08	0.11	0.13	-9.79	-51.53	22.06	15.28	13.10
昂立教育*	31	10.80	0.58	-0.66	0.27	0.60	0.76	18.48	-16.47	39.37	18.15	14.23
行业中位数										36.61	18.15	14.23
学大教育	72	58.10	0.09	1.25	2.03	2.76	3.53	657.49	46.55	28.57	21.04	16.48

数据来源：Wind，财通证券研究所预测

注：新东方-S、中公教育、昂立教育未覆盖，盈利预测为 Wind 一致预期；港股标的收盘价按照 1 港元兑 0.9152 人民币换算；新东方业绩为 FY2022-FY2026

5 风险提示

监管政策变化风险

行业景气度与监管政策关联性强，监管政策变化可能影响非学科培训机构门店拓展及招生人数，进而影响公司业绩。

股权质押风险

截至 2024 年 4 月末，公司控股股东及其一致行动人合计质押股份 1769.90 万股，占公司总股本比例 14.49%，占其所持股份比例 58.34%。

商誉减值风险

截至 2024 年 3 月末，公司商誉账面净值为 11.81 亿元，占资产总额的 32.67%。公司商誉主要系 2016 年 5 月收购学大教育集团和学大信息 100% 股权时形成的商誉，账面余额为 15.44 亿元，已计提减值准备 4.71 亿元。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1797.61	2212.64	2769.45	3324.33	3983.00	成长性					
减:营业成本	1293.62	1404.98	1746.56	2088.15	2498.06	营业收入增长率	-28.9%	23.1%	25.2%	20.0%	19.8%
营业税费	8.49	10.50	13.85	16.62	19.92	营业利润增长率	112.9%	260.9%	47.8%	35.7%	27.7%
销售费用	117.16	164.34	193.86	229.38	270.84	净利润增长率	102.5%	1,035.2%	63.0%	35.7%	27.7%
管理费用	257.29	346.71	443.11	498.65	577.54	EBITDA 增长率	-7.2%	20.2%	21.1%	23.3%	19.6%
研发费用	23.52	26.99	27.69	33.24	39.83	EBIT 增长率	128.9%	148.9%	28.0%	32.5%	25.6%
财务费用	66.40	59.11	26.82	24.62	21.46	NOPLAT 增长率	-55.5%	736.1%	39.1%	32.5%	25.6%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	-8.5%	-14.5%	13.9%	17.9%	19.4%
加:公允价值变动收益	-2.59	-3.08	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	2.1%	39.1%	46.0%	39.5%	36.2%
投资和汇兑收益	3.11	2.99	0.00	0.00	0.00	利润率					
营业利润	62.64	226.11	334.17	453.61	579.26	毛利率	28.0%	36.5%	36.9%	37.2%	37.3%
加:营业外净收支	-8.92	-5.35	0.00	0.00	0.00	营业利润率	3.5%	10.2%	12.1%	13.6%	14.5%
利润总额	53.72	220.76	334.17	453.61	579.26	净利润率	0.6%	6.9%	9.0%	10.2%	10.9%
减:所得税	42.69	68.45	83.54	113.40	144.81	EBITDA/营业收入	24.4%	23.8%	23.0%	23.6%	23.6%
净利润	13.55	153.78	250.63	340.21	434.44	EBIT/营业收入	6.3%	12.7%	13.0%	14.4%	15.1%
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	运营效率					
货币资金	874.95	806.61	1034.11	1350.09	1748.50	固定资产周转天数	35	27	21	18	15
交易性金融资产	0.50	2.52	202.52	402.52	602.52	流动营业资本周转天数	-268	-252	-238	-205	-183
应收账款	27.76	22.17	24.62	27.70	30.98	流动资产周转天数	211	154	147	175	197
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转天数	6	4	3	3	3
预付账款	4.55	5.70	6.99	8.35	9.99	存货周转天数	0	1	2	2	2
存货	0.56	10.64	12.61	15.08	18.04	总资产周转天数	665	515	442	431	426
其他流动资产	14.37	8.79	8.79	8.79	8.79	投资资本周转天数	409	295	232	224	222
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	3.1%	25.5%	28.6%	28.0%	26.3%
长期股权投资	85.42	59.75	59.75	59.75	59.75	ROA	0.4%	4.9%	6.9%	7.9%	8.5%
投资性房地产	69.04	67.11	67.11	67.11	67.11	ROIC	1.2%	11.7%	14.2%	16.0%	16.8%
固定资产	170.65	164.13	164.69	164.10	162.37	费用率					
在建工程	29.34	31.20	29.64	28.16	26.75	销售费用率	6.5%	7.4%	7.0%	6.9%	6.8%
无形资产	31.63	25.22	30.22	35.22	40.22	管理费用率	14.3%	15.7%	16.0%	15.0%	14.5%
其他非流动资产	10.43	18.81	12.65	12.65	12.65	财务费用率	3.7%	2.7%	1.0%	0.7%	0.5%
资产总额	3182.10	3152.30	3650.30	4309.22	5119.12	三费/营业收入	24.5%	25.8%	24.0%	22.6%	21.8%
短期债务	1099.27	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付账款	0.05	0.05	0.05	0.06	0.07	资产负债率	86.7%	81.3%	76.4%	72.1%	68.0%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负债权益比	650.4%	434.5%	323.9%	258.7%	212.9%
其他流动负债	35.48	35.95	35.95	35.95	35.95	流动比率	0.39	0.47	0.63	0.76	0.87
长期借款	0.00	338.22	341.63	341.63	341.63	速动比率	0.39	0.46	0.61	0.75	0.86
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	2.18	6.79	10.35	13.68	17.18
负债总额	2758.03	2562.52	2789.10	3107.81	3483.26	分红指标					
少数股东权益	-12.63	-14.35	-14.35	-14.35	-14.35	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	117.76	122.12	123.22	123.22	123.22	分红比率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
留存收益	-538.05	-384.27	-133.60	206.60	641.05	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	424.06	589.78	861.20	1201.41	1635.86	业绩和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	0.12	1.31	2.03	2.76	3.53
净利润	13.55	153.78	250.63	340.21	434.44	BVPS(元)	3.71	4.95	7.11	9.87	13.39
加:折旧和摊销	324.46	244.15	276.00	307.07	338.14	PE(X)	155.2	38.3	28.6	21.0	16.5
资产减值准备	0.70	-9.13	0.00	0.00	0.00	PB(X)	4.8	10.1	8.2	5.9	4.3
公允价值变动损失	2.59	3.08	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	71.40	60.69	34.89	34.96	34.96	P/S	1.2	2.8	2.6	2.2	1.8
投资收益	-3.11	-2.99	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	6.3	12.1	11.3	8.7	6.9
少数股东损益	-2.51	-1.48	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-173.26	169.11	254.32	308.70	365.83	PEG	1.5	0.0	0.5	0.6	0.6
经营活动产生现金流量	216.43	607.39	811.37	987.61	1169.39	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-94.56	-139.01	-531.02	-636.68	-736.02	REP					
融资活动产生现金流量	-230.56	-576.63	-52.89	-34.96	-34.96						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 22 日收盘价计算)

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。