

行业评级：看好（首次）



证券研究报告 | 行业专题

社会服务 | 教育

2024年9月4日

# 柳暗花明又一村

## -----教育行业研究框架及观点更新

证券分析师

姓名：朱芸

资格编号：S1350524070001

邮箱：zhuyun@huayuanstock.com



## ■ 核心亮点:

- 在新的监管背景下，系统梳理更新已有教育板块研究框架——【短期看政策，中长看供需】，深入研究各细分板块政策和供需变化，形成鲜明配置观点。
- 系统梳理“双减”和各细分行业政策变化前后，核心公司经营层面变化，建议关注教育板块业绩预计重回高成长的标的。

## ■ 有别于市场的观点:

- **经营业绩释放分歧**：教育板块，特别是“素质教育”板块公司，从招生数据、收入、递延收入等来看，都体现出来行业龙头公司整体修复速度较快，但从利润端数据来看，净利润率水平差距较大。由此，市场出现一定分歧。我们认为，龙头公司利润端业绩的释放会随着经营和政策的稳态发展，而有所体现。收入端的高增表现已经体现了行业的景气度。当前，利润端造成的估值压制不可持续。后续业绩的释放有望带来业绩和估值的“戴维斯双击”。



## ■ 核心框架：短期看政策，中长看供需

- 政策端：2024年8月国务院在《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》中提及促进教育和课外培训类消费。具体到各子版块，素质教育培训政策利好不断，非学科类培训成为学校教育的有益补充；民办高中学科类培训政策温和，鼓励扩大招生；职业教育监管扶持，鼓励企业进入加大供给；高教行业政策风险较小，当前稳就业趋势下高教扩招趋势明确。
- 需求端：今年上半年全国居民人均消费支出达到13601元，同比增长6.8%。从消费结构看，教育文化娱乐消费支出增速达到11.2%，反应当下教育需求旺盛。据我们测算，普通高中在校人数及高考报名人数分别预计将在2030/2035年达到高峰，中期来看教育高需求确定性较强。
- 供给侧：受政策影响，行业供给端大幅出清。

## ■ 板块配置思路：素质教育培训>高中>职业教育>高等教育

- 素质教育培训：素质教育政策向好，叠加“双减”后校外培训机构的大量出清供给侧大幅减少。我们测算素质教育市场2027年规模将达6060亿元，相比2022年将有望翻倍空间，相比“双减”前学科类教育，素质教育市场更为庞大。当前龙头市占率尚低，看好存量机构进一步扩张。考虑到基本面收入业绩的确定性较强。建议关注【新东方】、【好未来】、【思考乐教育】、【卓越教育集团】。
- 高中：政策变化导致行业进入存在壁垒，供给不足。而需求上保持景气，由于高考竞争愈加激烈，高考复读比例增加，部分省份对于公办高中不得招收复读生的相关规定使得复读需求流入民办高中及相关培训机构。建议关注【学大教育】、【天立国际控股】。
- 职业教育：就业刚需，催化需求。根据弗若斯特沙利文数据，我国2016年-2021年非学历职业教育培训/招录类考试培训学员人数CAGR分别为7.7%/8.1%，2026年参培人数有望分别达到4670/900万人次。职教行业空间广阔，各龙头赛道相异，良性发展。建议关注【中国东方教育】、【粉笔】、【传智教育】。
- 民办高教：学额增长叠加生源优化，内生提量确定性较强，行业政策风险较小，主要关注公司分红及现金流。建议关注【中教控股】。

## ■ 风险提示：教育政策变化风险、行业招生不达预期风险、经营管理风险、市场规模测算的风险。

# 主要内容

---

1. 核心研究框架：短期看政策，中长看供需
2. 素质教育培训：政策利好，翻倍空间
3. 高中学科教育：供给不足，需求上行
4. 职业教育：监管扶持，就业刚需
5. 民办高等教育：风险较小，关注分红
6. 风险提示

## ■ 教育政策复盘：

- 2021“双减”落地，校外培训管控力度加大，校外培训机构严格压减。“双减”工作目标旨在学生过重作业负担和校外培训负担、家庭教育支出和家长相应精力负担1年内有效减轻、3年内成效显著，人民群众教育满意度明显提升。
- “双减”至今已三周年，校外减负成效显著，国家正视合理培训需求，注重非学科类培训作为教育有益补充。2024年教育部在《校外培训管理条例（征求意见稿）》中再次提及应促进素质教育的实施，成为学校教育的有益补充。
- 《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》中提出促进教育和培训消费，明确要推动职业教育提质增效，建设高水平职业学校和专业，以及指导学校按照有关规定通过购买服务等方式引进具有相应资质的第三方机构提供非学科类优质公益课后服务。

表1：教育政策复盘

政策文件名称	发布单位	发布时间	内容要点
《关于印发中小学生减负措施的通知》	教育部等九部门	2018.12	强调要规范学校办学行为及严格校外培训机构管理，提出学校要严控书面作业总量、科学合理布置作业、坚决控制考试次数、采取等级评价方式、限制竞赛评优活动；校外培训机构要依规登记诚信经营、严禁超标培训、严格教师聘用、严禁与升学挂钩、控制培训时间。旨在进一步优化校外培训环境，减轻中小学生过重课外负担。
《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》	国务院	2021.7	工作目标：学校教育教学质量和服务水平进一步提升，作业布置更加科学合理，学校课后服务基本满足学生需要，学生学习更好回归校园，校外培训机构培训行为全面规范。学生过重作业负担和校外培训负担、家庭教育支出和家长相应精力负担1年内有效减轻、3年内成效显著，人民群众教育满意度明显提升。
《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》	教育部	2022.12	工作目标：到2023年6月底，各地非学科类培训政策制度体系基本建立，常态化监管机制基本健全，群众反映强烈的突出问题得到基本解决。到2024年，非学科类培训治理成效显著，家庭支出负担有效减轻，非学科类培训成为学校教育的有益补充，人民群众对教育的满意度明显提升。
《校外培训管理条例（征求意见稿）》	教育部	2024.2	第三条：校外培训贯彻国家的教育方针，落实立德树人根本任务，遵循公益性原则，促进素质教育的实施，成为学校教育的有益补充。
《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》	国务院	2024.8	第七条：教育和培训消费。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。推动职业教育提质增效，建设高水平职业学校和专业。推动社会培训机构面向公众需求提高服务质量。指导学校按照有关规定通过购买服务等方式引进具有相应资质的第三方机构提供非学科类优质公益课后服务。鼓励与国际知名高等院校在华开展高水平合作办学。

- 以受政策影响较大的义务教育阶段线下培训为例：
- “双减”前，行业高度分散，龙头集中度低：
- 按营收口径测算，“双减”前(2019年)新东方、好未来K12线下业务收入分别约为180/160亿元，根据我们测算K12学科类校外培训市场规模4257亿元来看，CR2尚不到10%。
- “双减”政策出台后，教培行业供给端大幅出清，增量有限：
- 据中国人大网，2021年底前实现“营转非”、“备改审”完成率 100%。截至2022年10月，义务教育阶段线下学科类培训机构数量已由原来的12.4万个缩减至4932个，压减率96%；线上学科类培训机构已由原来的263个缩减至34个，压减率87%。由于校外机构牌照审批制，行业大型新参与者较少，龙头市场竞争结构持续优化。

图1：义务教育阶段线下学科类校外培训机构数量变化

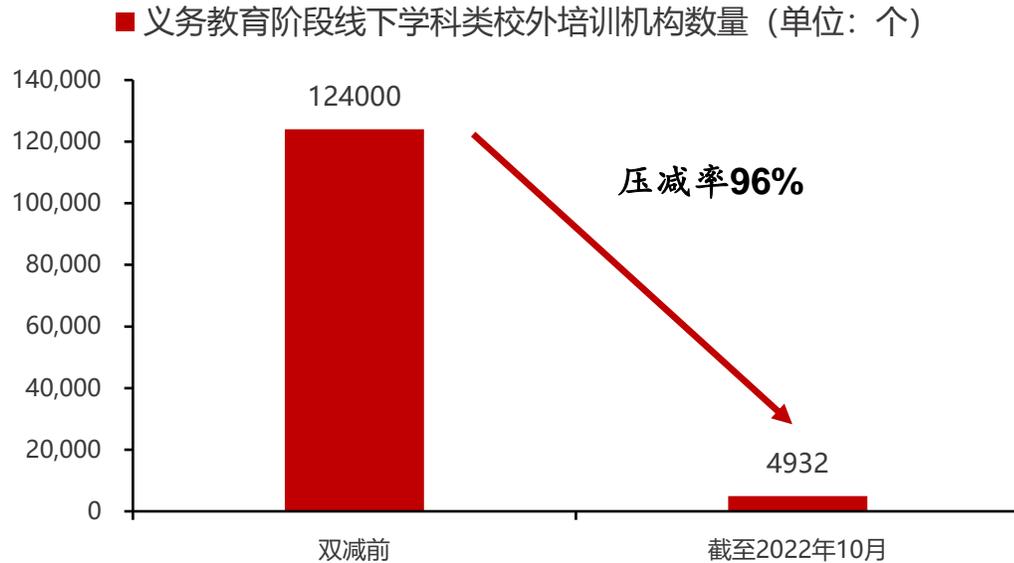
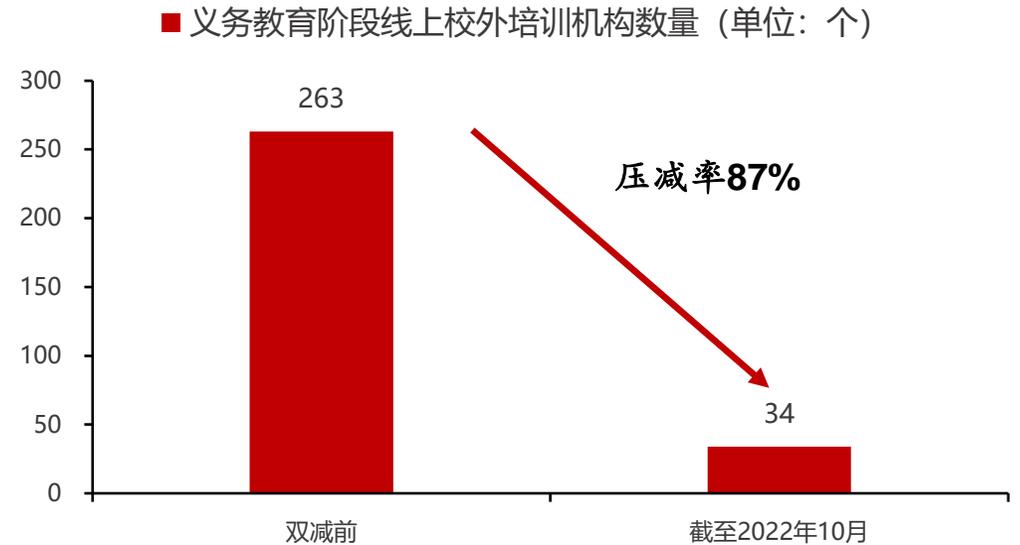


图2：义务教育阶段线上学科类校外培训机构数量变化



- **当前教育消费支出稳步增长，中期需求无需忧虑，长期人口结构存在隐患：**
- 2024年上半年，全国居民人均消费支出达到13601元，同比增长6.8%。从消费结构看，教育文化娱乐消费支出增速达到**11.2%**，仅次于交通通信，反应当下教育需求旺盛。
- 据我们测算，普通高中在校人数及高考报名人数分别预计将在**2030/2035**年达到高峰，中期来看教育高需求确定性较强。
- 从**2016**年开始，我国出生人口同比持续减少，**2023**年新生儿人口仅有**902**万人。**2016-2023**年出生人口的持续降低将对**2023-2030**年小学适龄受教育人数造成冲击。

图3：1949-2023年出生人数及人口出生率情况

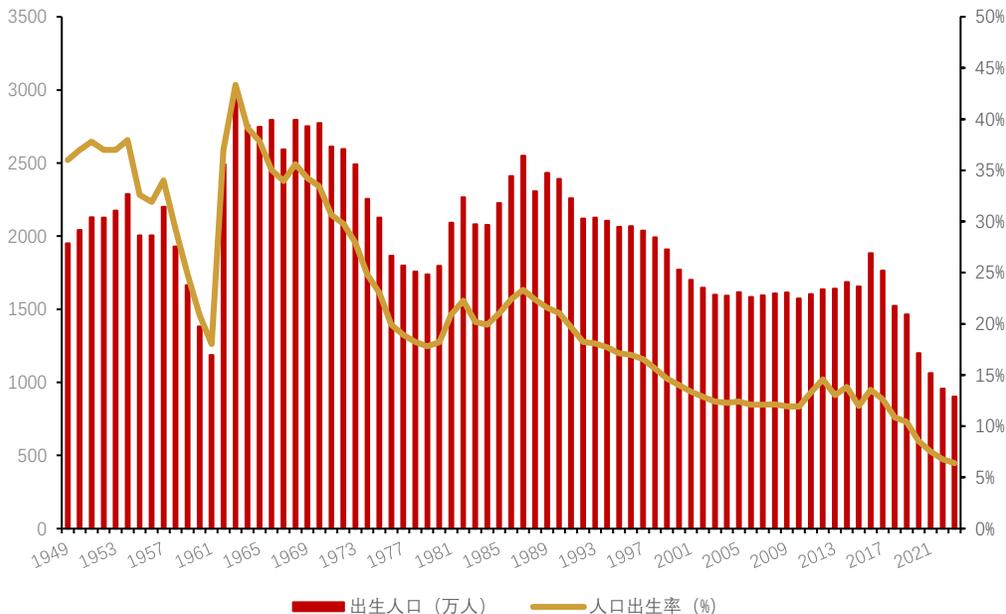
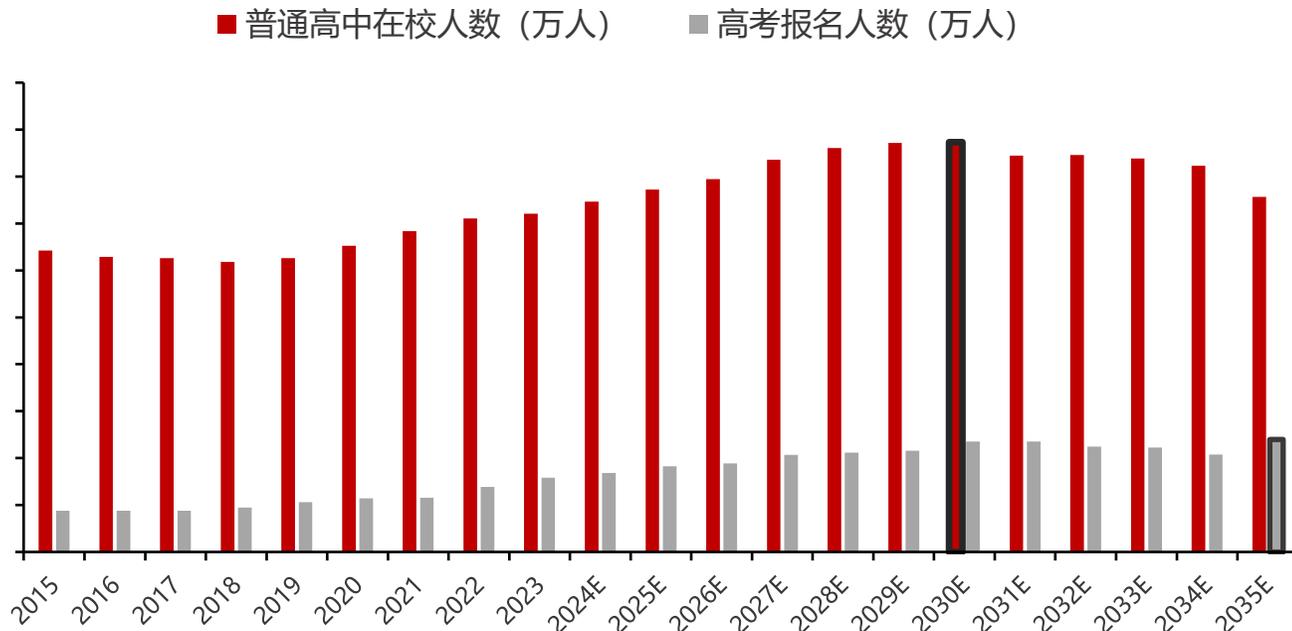
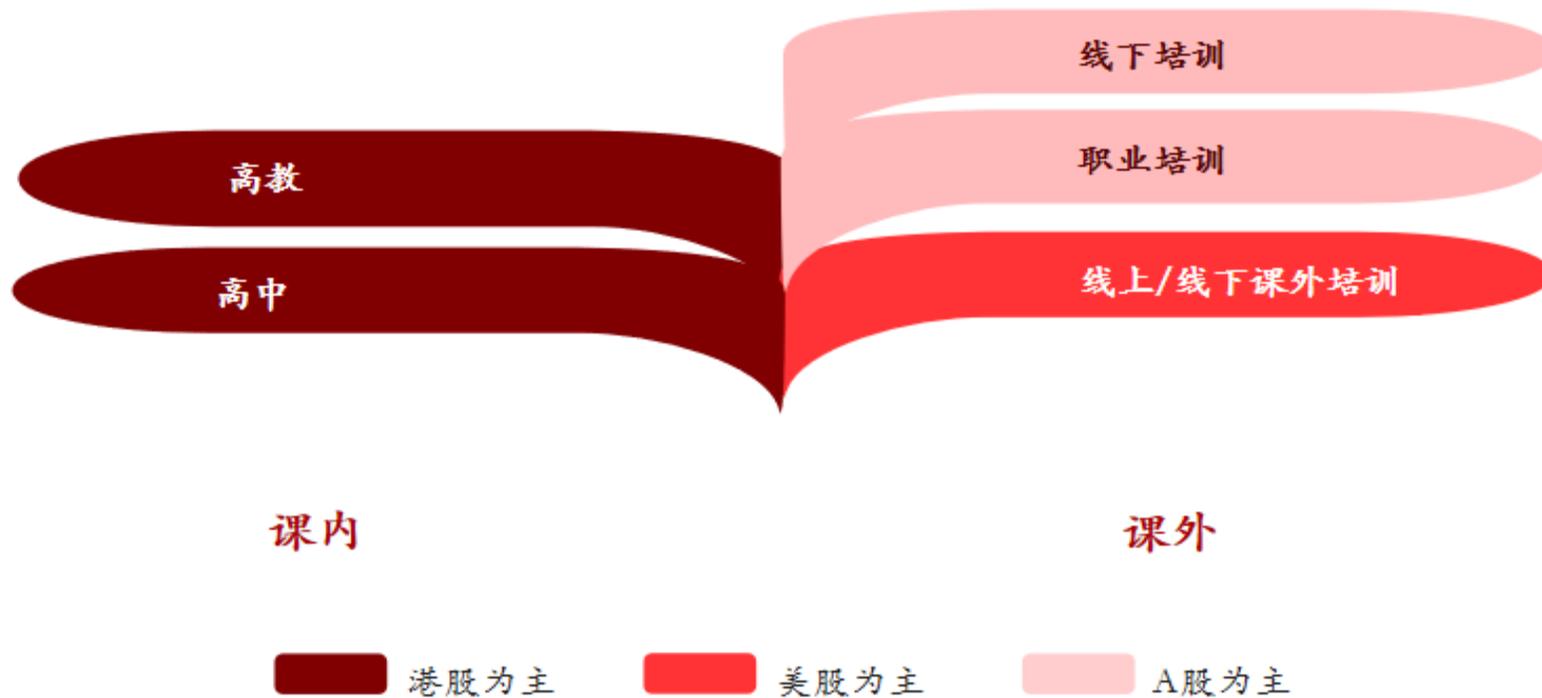


图4：2015-2035E普通高中在校人数/高考报名人数



- 细分赛道划分：教育板块可划分为课内、课外两大领域。
- 细分赛道分布：校内高教、高中主要在港股，校外线上/线下课外培训主要在美股，其他类别主要在A股。

图5：教育子版块划分及市场分布



# 主要内容

---

1. 核心研究框架：短期看政策，中长看供需
2. 素质教育培训：政策利好，翻倍空间
3. 高中学科教育：供给不足，需求上行
4. 职业教育：监管扶持，就业刚需
5. 民办高等教育：风险较小，关注分红
6. 风险提示

## ■ 学科类培训监管红线逐渐清晰：

- 2021.7-2022.6月“双减”配套政策密集出台，校外培训机构压减处于监管最严格阶段。期间一系列配套文件陆续出台，在实行政府指导价、预收费监管、培训材料管理、从业人员管理、校外培训广告管理、家庭教育等多个方面明确了具体规定，制度体系逐步完善。

**表2：双减期间，校外学科培训政策相应出台**

政策文件名称	发布单位	发布时间	政策文件名称	发布单位	发布时间
《中小学生校外培训材料管理办法（试行）》	教育部	2021.9	《义务教育阶段校外培训项目分类鉴别指南》	教育部	2021.11
《关于将面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构统一登记为非营利性机构的通知》	教育部等三部门	2021.9	《关于选荐校外培训社会监督员的通知》	教育部	2022.1
《关于坚决查处变相违规开展学科类校外培训问题的通知》	教育部	2021.9	《关于加强教育行政执法 深入推进校外培训综合治理的意见》	教育部、中央编办、司法部	2022.1
《关于加强义务教育阶段学科类校外培训收费监管的通知》	教育部	2021.9	《面向中小学生的全国性竞赛活动管理办法》	教育部等四部门	2022.3
《校外培训机构从业人员管理办法（试行）》	教育部、人力资源社会保障部	2021.9	《关于开展义务教育阶段学科类校外培训治理“回头看”工作的通知》	教育部	2022.4
《中小学生校外培训服务合同（示范文本）》	教育部、市场监管总局	2021.10	《义务教育六科超标超前培训负面清单（试行）》	教育部	2022.5
《关于加强校外培训机构预收费监管工作的通知》	教育部等六部门	2021.10	《校外培训机构消防安全管理九项规定》	教育部、应急管理部	2022.5
《关于做好校外培训广告管控的通知》	教育部	2021.11	《关于做好2022年暑期校外培训治理有关工作的通知》	教育部	2022.6



- **国家对非学科培训的定位清晰：**
- 2022年底教育部等十三部门出台《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》，明确工作目标为“到 2024 年，非学科类培训治理成效显著，家庭支出负担有效减轻，非学科类培训成为学校教育的有益补充， 人民群众对教育的满意度明显提升 ”。国家对非学科培训的支持态度开始显现。
- 2024年8月《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》中，明确提到“推动社会培训机构面向社会公众需求提高服务质量” ，素质教育培训政策端利好趋势较明确。

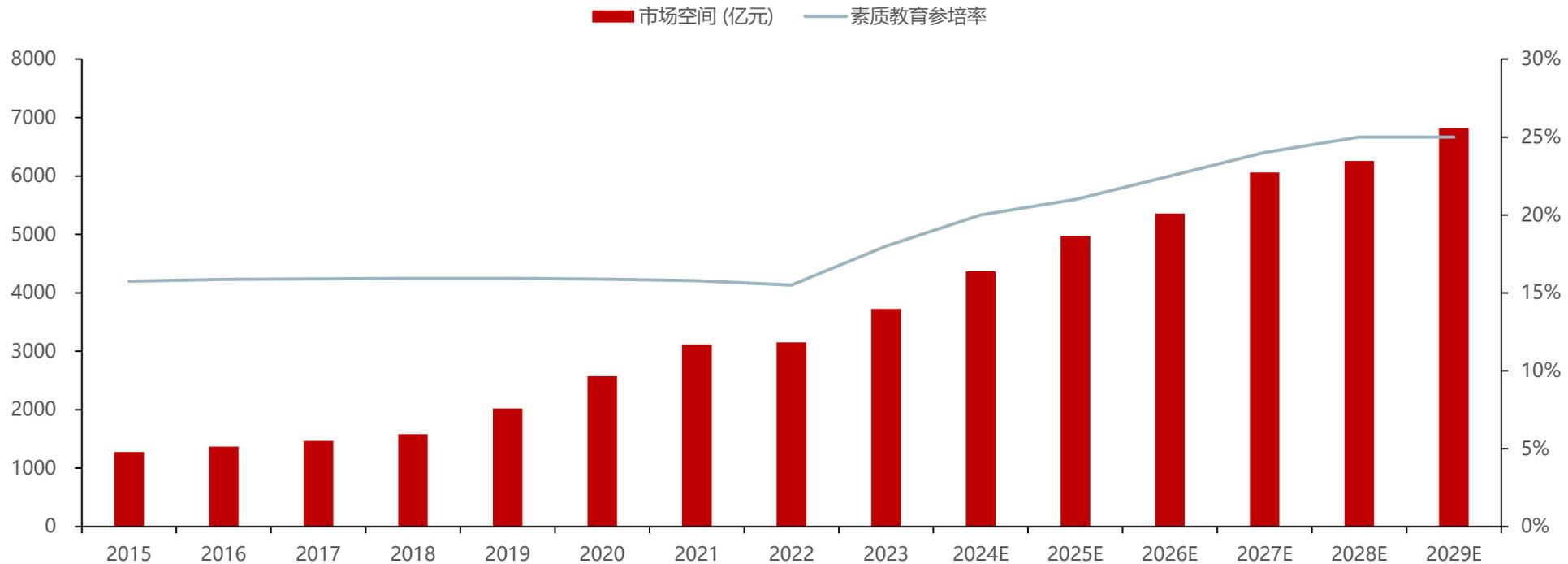
表3：近期国家对非学科培训的定义清晰

政策文件名称	发布单位	发布时间	内容要点
《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》	教育部	2022.12	工作目标：到2023年6月底，各地非学科类培训政策制度体系基本建立，常态化监管机制基本健全，人民群众反映强烈的突出问题得到基本解决。到2024年，非学科类培训治理成效显著，家庭支出负担有效减轻，非学科类培训成为学校教育的有益补充，人民群众对教育的满意度明显提升。
《校外培训管理条例（征求意见稿）》	教育部	2024.2	第三条：校外培训贯彻国家的教育方针，落实立德树人根本任务，遵循公益性原则， <u>促进素质教育的实施，成为学校教育的有益补充。</u>
《关于促进服务消费高质量发展的意见》	国务院	2024.8	教育和培训消费：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。推动职业教育提质增效，建设高水平职业学校和专业。推动社会培训机构面向公众需求提高服务质量。 <u>指导学校按照有关规定通过购买服务等方式引进具有相应资质的第三方机构提供非学科类优质公益课后服务。鼓励与国际知名高等院校在华开展高水平合作办学。</u>



- 2027年K12素质教育市场规模预计将达6060亿元，相比2022年预计将有翻倍空间：
- 整体市场规模=参培人数\*客单价，客单价=报名科目数\*单课程客单价，我们预计 2025-2027 年素质教育客单价分别为 11670/11904/12856元，人均报班数量增加使得人均客单价提升；参培人数提升主要为现素质教育课程承接部分学科类教育的培训内容，预计参培人数将持续提升，我们预计 2025-2027 年素质教育参培人数分别为 4263/4502/4714 万人，对应市场空间分别为4976/5359/6060亿元。

图6：K12素质教育市场规模



资料来源：教育部，《中国教育财政家庭调查报告2021》魏易，发改委价格监测中心，华源证券研究

- **素质教育市场相比学科类教育更为庞大：**
- 据我们测算，“双减”前学科类教育市场空间约为**5600**亿元，而素质教育市场空间在**2027**年预计将赶上并超越至**6000**亿元，相比学科类教育，素质教育市场更为庞大，更具想象空间。
- **当前素质教育市场集中度较低，看好龙头加速扩张：**
- 根据我们测算，**2023**年新东方/好未来在素质教育行业的市占率分别约为**1.0%/0.8%**，相比其双减前学科教育巅峰市占率**4.8%/5.1%** 还有较大差距。我们看好头部企业充分发挥过去学科教育积累的网点及经验，加速扩张，龙头市占率突破可期。

**表4：学科教育及素质教育空间测算**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>K9在校生规模 (万人)</b>	14004.20	14242.40	14535.76	14991.84	15388.38	15639.50	15798.42	15852.70	16079.76	16051.24	15942.24	15538.24	14965.24
<b>YoY</b>	1.2%	1.7%	2.1%	3.1%	2.6%	1.6%	1.0%	0.3%	1.4%	-0.2%	-0.7%	-2.5%	-3.7%
<b>K12在校生规模(万人)</b>	17713.85	17884.96	18164.60	18580.84	19018.86	19401.83	19715.26	19905.86	20181.85	20281.20	20301.88	20009.63	19641.59
<b>YoY</b>	0.3%	1.0%	1.6%	2.3%	2.4%	2.0%	1.6%	1.0%	1.4%	0.5%	0.1%	-1.4%	-1.8%
<b>学科教育</b>													
学科教育参培率	24.4%	24.4%	24.5%	24.5%	24.6%	26.0%	27.0%						
参培人数(万人)	4322.31	4370.87	4445.42	4558.86	4671.06	5044.48	5323.12						
客单 (元)	6151.30	6834.78	7594.20	8438.00	9113.04	9842.08	10629.45						
市场空间 (亿元)	2658.78	2987.39	3375.94	3846.77	4256.75	4964.82	5658.18						
新东方市占率	2.9%	3.3%	3.5%	3.9%	4.3%	4.8%	4.6%						
新东方收入 (亿元)	77.31	97.55	118.80	151.71	183.71	236.46	261.42						
好未来市占率	1.0%	1.4%	2.0%	2.8%	3.7%	4.5%	5.1%						
好未来收入 (亿元)	26.91	40.92	68.84	106.33	158.91	225.84	289.99						
<b>素质教育</b>													
素质教育参培率	15.8%	15.9%	15.9%	15.9%	15.9%	15.9%	15.8%	15.5%	18.0%	20.0%	21.0%	22.5%	24.0%
参培人数 (万人)	2790.47	2837.49	2887.81	2960.46	3029.13	3081.73	3112.88	3085.41	3632.73	4056.24	4263.39	4502.17	4713.98
客单价(元)	4578.38	4819.35	5073.00	5340.00	6675.00	8343.75	10012.50	10212.75	10256.00	10768.80	11670.69	11904.10	12856.43
市场空间 (亿元)	1277.58	1367.49	1464.98	1580.89	2021.94	2571.32	3116.77	3151.05	3725.73	4368.08	4975.67	5359.43	6060.50
新东方市占率								0.3%	1.0%	1.5%	1.9%	2.4%	2.6%
新东方收入 (亿元)								10.77	37.37	64.19	96.25	129.99	155.96
好未来市占率									0.8%	1.0%	1.3%	1.5%	1.6%
好未来收入 (亿元)									29.96	42.56	65.59	80.01	96.04



# 新东方：业绩修复确定性较强，素质教育转型势头强劲

## ■ 营收重回高增长，业绩修复确定性较强：

■ FY2024公司实现营收/ Non-GAAP归母净利润分别为43.14/3.81亿美元，业绩自“双减”转型后持续修复。与辉同行剥离的负面影响基本在25Q1消化完毕，公司多业务并行后续发展保持乐观预期，根据彭博一致预期新东方2025-2027财年营业收入分别为52.7/64.1/76.0亿美元，Non-GAAP归母净利润分别为5.71/7.26/9.37亿美元。

## ■ 素质教育业务需求旺盛，新开门店和强需求保证增长持续性：

■ FY2024公司成人及大学生国内考试准备业务营收同比增长16.4%，素质教育业务营收同比增长50.3%。学校及学习中心的总数增加至1025间，较上一季度增加门店114间，同比增长27%；全年增加门店277间，同比增长37%。

## ■ 出国留学受供需关系驱动，考培及咨询业务表现亮眼：

■ 出国考试准备和出国咨询业务在2024年Q4 继续维持强劲的增长势头，分别同比增长17.7%和 17.3%。得益于留学业务在后疫情时代增长显著，预计出国留学需求将有较大幅度反弹。我们预计出国备考2025财年同比增长20%-25%，留学咨询业务同比增长15%。

图7：FY2019-2027营业收入及同比变化

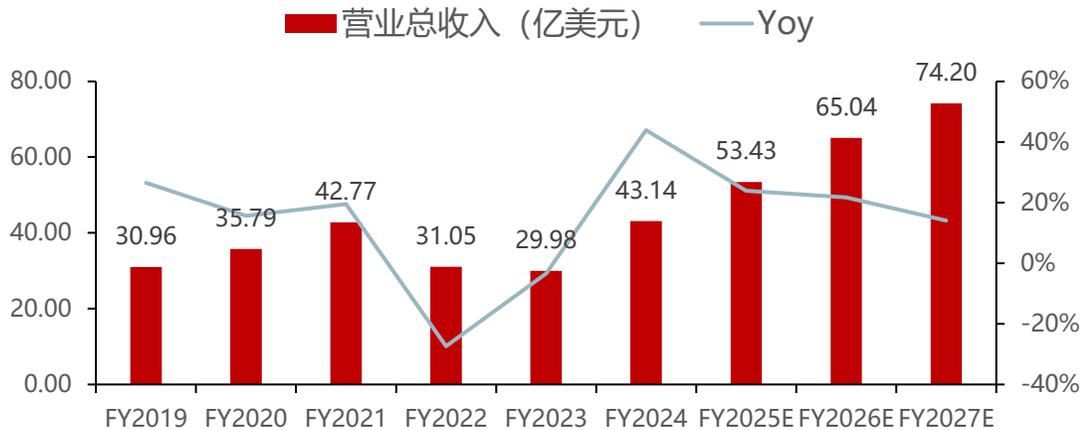
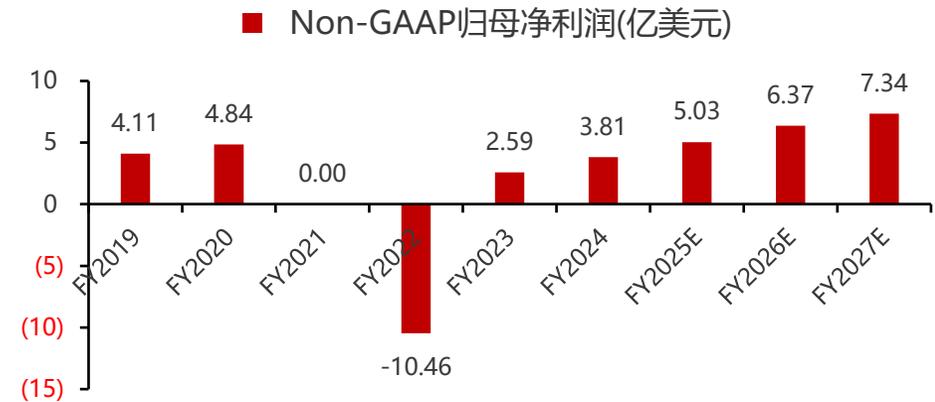


图8：FY2019-2027 Non-GAAP 归母净利润





## ■ 布局素质教育，引领K12教育全新征程：

■ 作为K12在线教育龙头，“双减”后好未来积极转型，全面布局素质教育，升级人文、科学、编程等课程，推出设计创造、艺术表达等跨学科、重实践的素养课。

## ■ 深入研发教育大模型，赋能学习机快速放量：

■ 自2023年5月起，公司致力于研发MathGPT数学大模型，2023年底推出xPad2 Pro系列，获得AI赋能后高端产品销量快速攀升，同时登顶天猫学习机V榜及抖音智能学习机爆款榜。公司学习机第二曲线逐步稳固，看好AI赋能下公司学习机产品放量加速。

## ■ 双曲线发展带来业绩“第二春”，双减后首次转盈：

■ 2021年7月“双减”政策出台后，公司教培业务遭受冲击，2024财年公司收入快速回暖，2025年一季度收入在前一年的基础上继续维持增长势头，营收达4.14亿美元，同比增长50.4%。得益于公司线下教育中心运营效率、留存率和利用率的提升，FY2024Non-GAAP归母净利润为0.85亿美元，实现扭亏为盈。

图9：FY2019-2027营业收入及同比变化

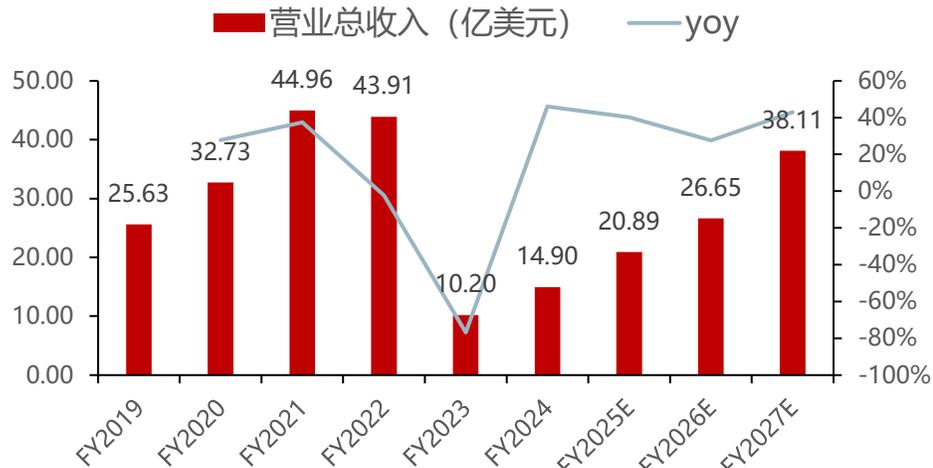
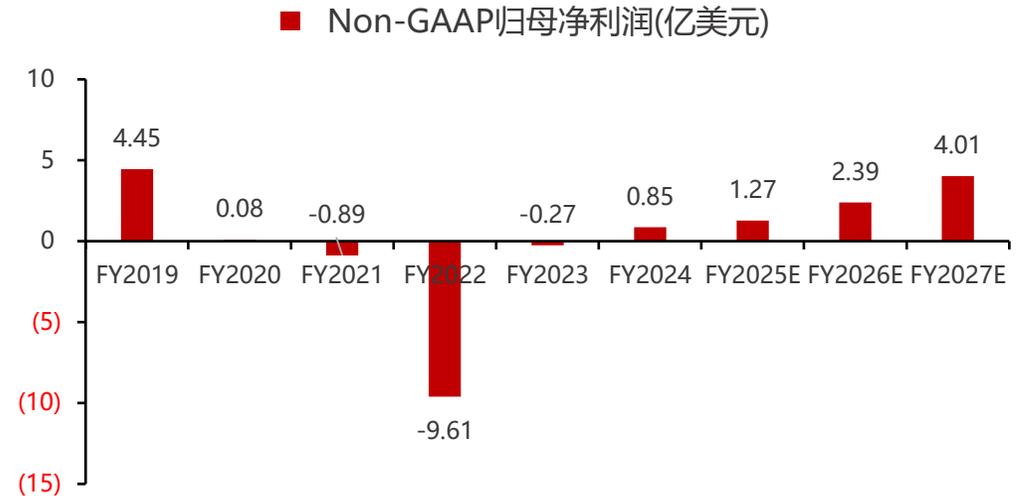


图10：FY2019-2027Non-GAAP归母净利润



资料来源：iFind, Bloomberg, 华源证券研究 备注：FY2025-2027营收及Non-GAAP归母净利润数据为彭博一致预期

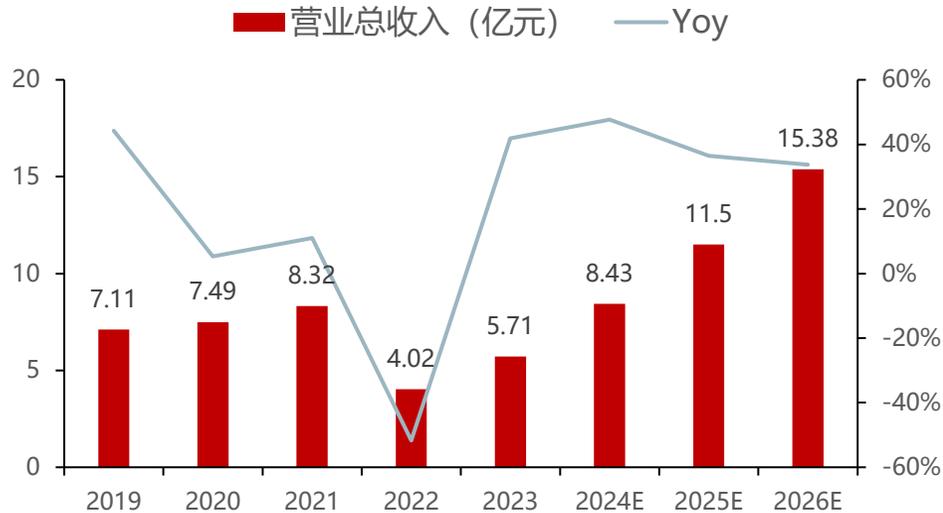
## ■ 聚焦华南市场，转型素质教育：

■ 思考乐教育集团于2012年在深圳成立、2019年于香港交易所上市。双减政策后，思考乐积极转型，自2021年下半年开始推出多种非学科的素养课程。2023年全年，公司来自素养课程的收益由2021年的1.96亿元增长至5.2亿元，相比于双减前以学业备考课程为主，2023年公司约91%的营收来自非学业素质课程及其他，约9%来自学业教育课程，素质教育板块收入和收入占比显著增长。

## ■ 寻求多元化发展机会，合约负债显著高增：

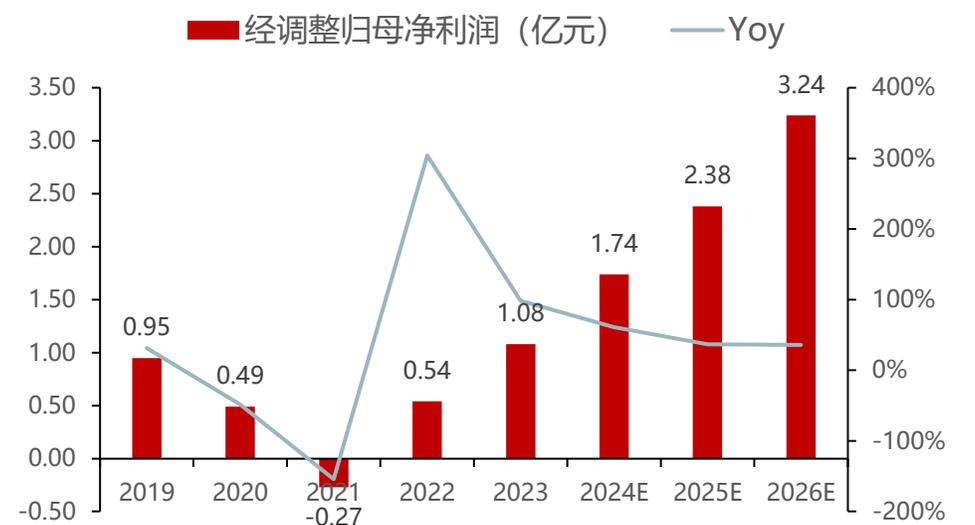
■ 公司2023年加强公司旗下“乐学”品牌业务发展，再开拓包括美术、体育、绘画、表演、书法、科学素养、国学、逻辑思维及国际素养等素质教育课程的同时，也在积极寻找机会，并于2023年底推出教育旅游业务及国际课程业务。2023年实现收入5.71亿元，同增41.9%；归母净利润0.86亿，同增58%；合约负债2.76亿元，同增52%。业绩表现亮眼，24年业绩有望延续高增。

图11：2019-2026营业收入及同比变化



资料来源：iFind，华源证券研究

图12：2019-2026经调整归母净利润及同比变化



## ■ 素质转型成果显著，合约负债同比高增：

- 公司积极应对教育政策变化，持续优化素质产品服务，转型后聚焦于文学、科学素质等核心素养的多个素质产品通过广东省教育主管部门非学科鉴定；针对孩子生长的“六力模型“，结合互动式和探究式等先进教学方法推出的“鲲鹏少年生长营项目”，深受社会及学生高度认可，助力打造公司素质教育品牌形象。上半年公司合约负债4.58亿元，同比高增116.5%，我们认为全年来看合约负债有望延续高增速，上半年合约负债转化为收入保障全年业绩。

## ■ AI赋能组织效力提升，管理费用持续优化：

- 2024年上半年公司加大在AI领域的投入与探索，获邀加入广东省人工智能产业协会，成为协会的理事单位，进一步探索人工智能在提高教育质量和提升组织效能领域的应用。公司结合AI辅助的决策系统，实现更高效地进行校园管理，提高集团整体组织效率。24H1公司管理费用率为12.9%，同比减少2.26个百分点。

## ■ 业绩全年预期大幅增长：

- 考虑到公司素质教育转型成效显著，公司在加速非学科类营利性办学许可牌照获取的同时，多个素质教育产品市场表现反馈良好，全年业绩有望延续高增长。我们预计2024-2025年收入分别为10.1、18.0亿元，归母净利润分别为1.76、2.78亿元。

图13：2019-2026营业收入及同比变化

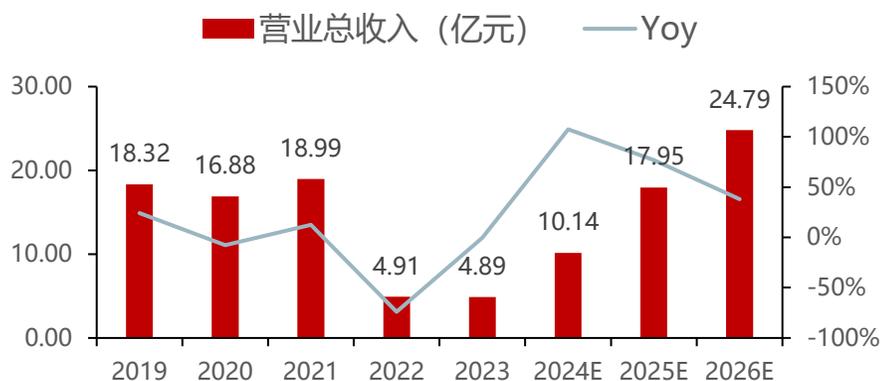
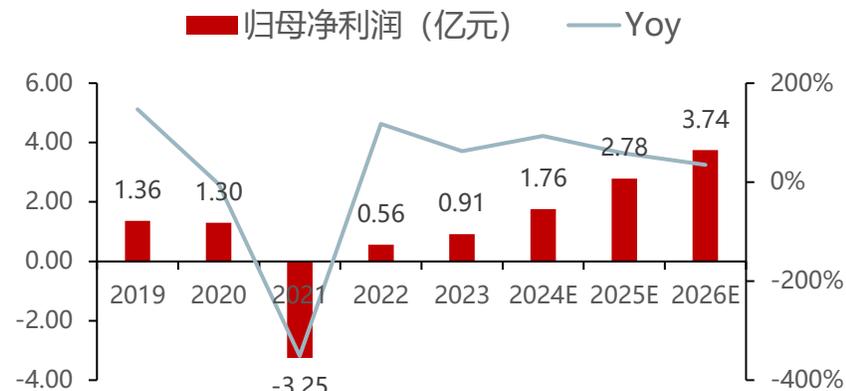


图14：2019-2026归母净利润及同比变化



# 主要内容

---

1. 核心研究框架：短期看政策，中长看供需
2. 素质教育培训：政策利好，翻倍空间
3. 高中学科教育：供给不足，需求上行
4. 职业教育：监管扶持，就业刚需
5. 民办高等教育：风险较小，关注分红
6. 风险提示

■ **民办高中政策相对温和：**

■ 保留了民办高中可以注册为营利性学校的权利，未禁止民办高中兼并收购、协议控制、以公允价值进行关联交易，教学安排、招生工作也更具自由度，较为强硬的压降民办教育占比的政策也只针对义务教育实施。

■ **鼓励扩大招生规模：**

■ 2023年7月教育部等三部门发布《关于实施新时代基础教育扩优提质行动计划的意见》，明确提出扩大优质高中教育资源、深入挖掘优质普通高中校舍资源潜力，增加学位供给，并结合实际优化招生计划安排，有序扩大优质普通高中招生规模。

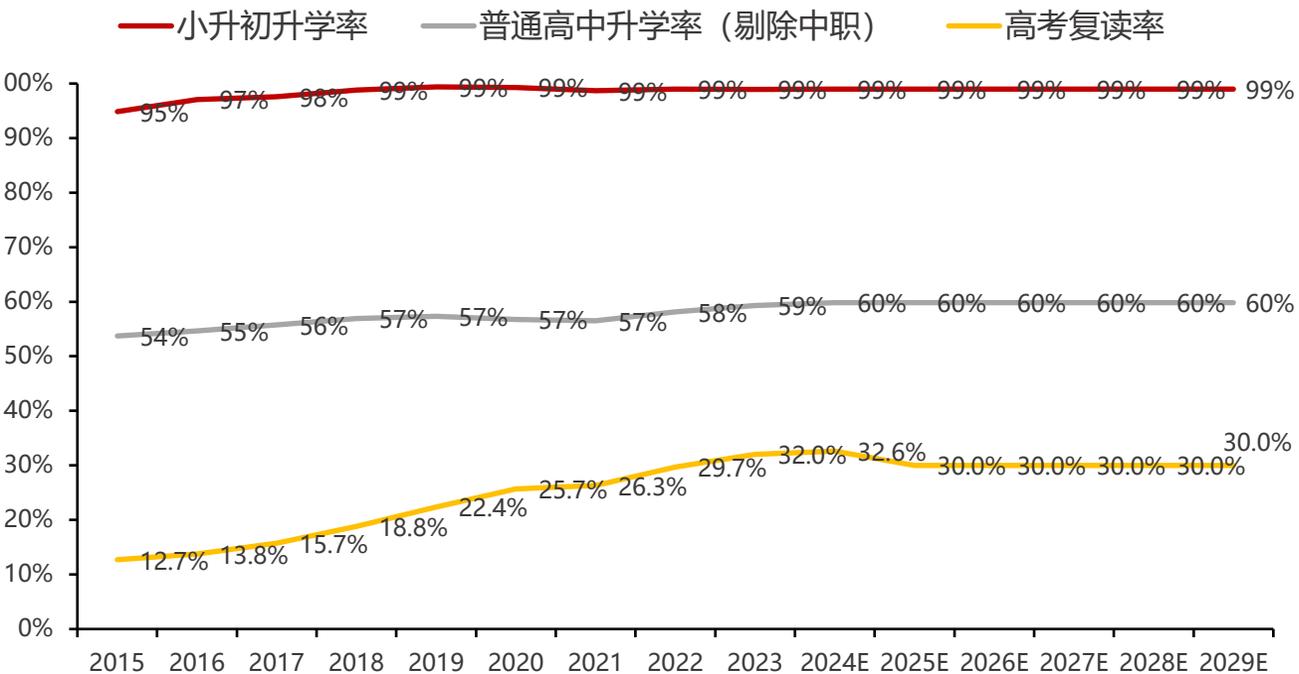
表5：民办教育法规政策梳理

政策文件名称	发布单位	发布时间	内容要点
《校外培训管理条例(征求意见稿)》	教育部	2024.2	第六条：开展校外培训活动，应当依法取得相应的校外培训办学许可，具备法人条件。面向义务教育阶段的学科类校外培训机构，应当登记为非营利性法人。
《关于实施新时代基础教育扩优提质行动计划的意见》	教育部、国家发 改委、财政部	2023.7	明确提出要扩大优质高中教育资源，即深入挖掘优质普高的校舍资源潜力，有序扩大优质普高招生规模。
《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》	教育部	2021.4	(1)在中国境内设立的外商投资企业以及外方为实际控制人的社会组织不得举办、参与举办或者实际控制实施义务教育的民办学校;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。(2)提供义务教育的学校不得与关联方进行交易。
《中国教育现代化2035》	国务院等	2019.2	提出“总体规划，分区推进”，在国家教育现代化总体规划框架下，推动各地从实际出发，制定本地区教育现代化规划，形成一地一案、分区推进教育现代化的生动局面。
《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）（送审稿）》	司法部	2018.8	第十二条：实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校。
《中华人民共和国民办教育促进法》	全国人大常委会	2016.11	第十九条：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。

■ **短期内人口问题无需担忧，民办普通高中需求持续提升：**

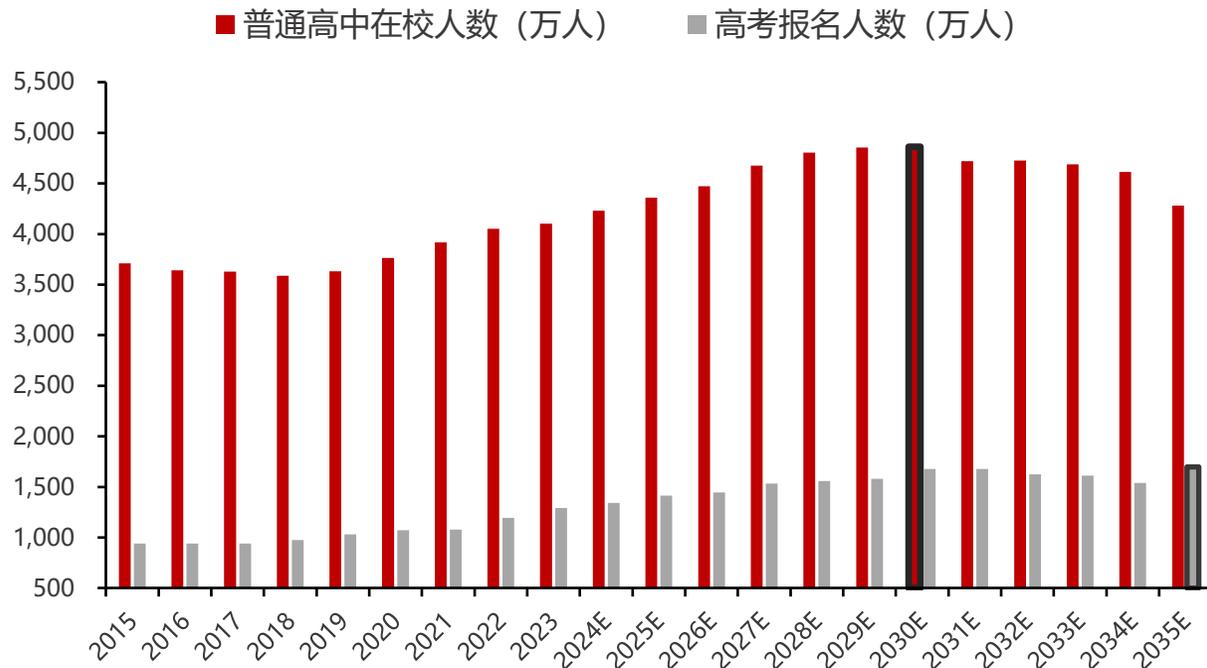
■ 中国出生人数自2016年起持续走低，2023年出生人数仅为902万人，长期看人口结构问题或存隐患。但据我们测算，由于国内对学历和升学率追求只增不减，普通高中在校人数及高考报名人数分别预计将在2030/2035年达到高峰，同时由于高考竞争愈加激烈，高考复读比例增加，部分省份对于公办高中不得招收复读生的相关规定使得复读需求流入民办高中及相关培训机构。

**图15：2015-2029E小学/初中升学率/高考复读率情况**



资料来源：教育部，华源证券研究

**图16：2015-2035E普通高中在校人数/高考报名人数**



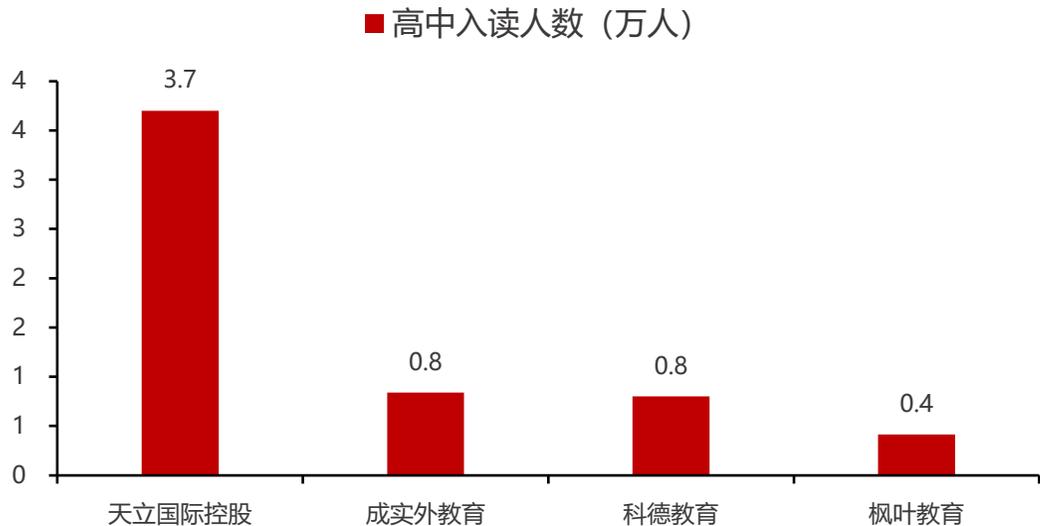
## ■ 民办高中竞争格局分散：

■ 按在校人数看，2023年天立国际、成实外教育、科德教育、枫叶教育在校人数分别为3.7/0.8/0.8/0.4万人，教育部口径2023年民办高中在校人数为547.8万人，天立国际、成实外教育、科德教育、枫叶教育市占率分别为0.7%/0.2%/0.1%/0.1%，行业呈高度分散特点。

## ■ 行业准入门槛高：

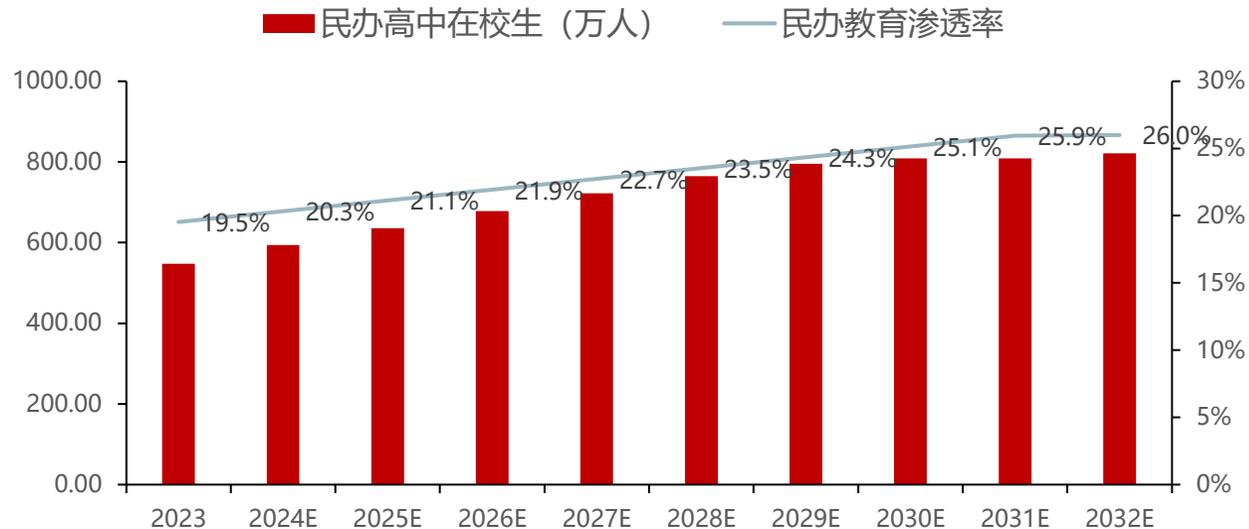
■ 由于家长及学生关注升学率及成绩，而通过升学率来验证教学成果，至少也需要一届学生3年的周期，口碑从零累积较为困难。叠加我国教育事业进入了高质量的新发展阶段，未来粗放的学位供给扩张模式将向优质学校学位扩容模式转型，新建民办高中的审批难度或将提高，随着民办教育渗透率的逐步提升，市场空间逐渐释放，存量头部品牌有望持续获益。

图17：2023年天立国际、成实外教育、科德教育、枫叶教育在校人数



资料来源：公司公告，教育部，华源证券研究

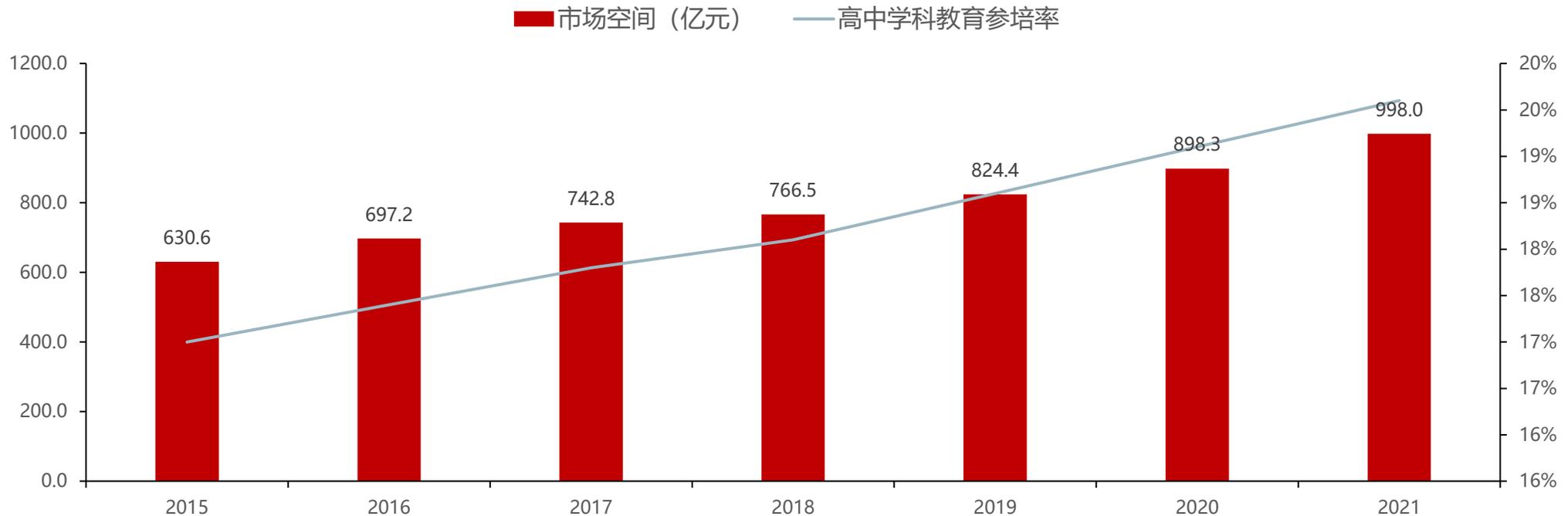
图18：2023-2032E民办高中在校人数/民办教育渗透率





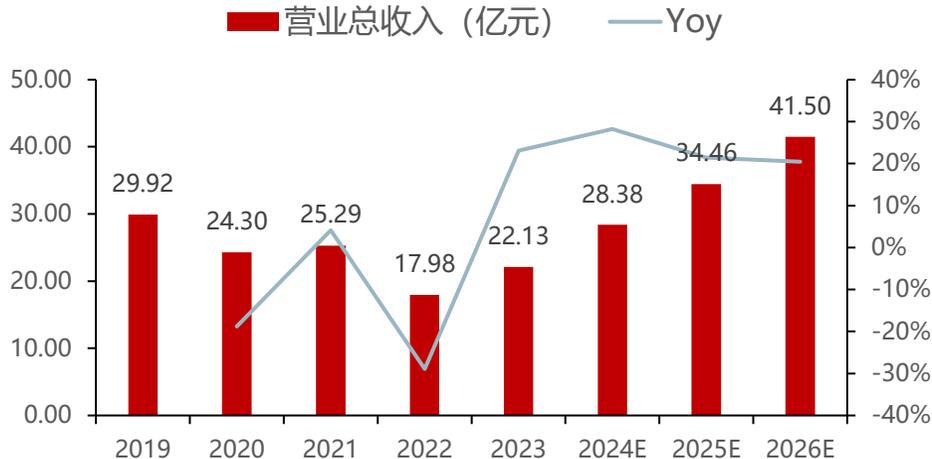
- “双减”前高中学科教育市场近千亿，随参培率提升规模有望快速扩容：
- 根据《中国教育财政家庭调查报告2021》数据统计，高中学段参培率相对最低，人均支出显著提升。2018年全国中小学生参培率为24.4%，细分到学段上，高中参培率最低仅为18.1%；2018年全国参培的中小学生平均校外学科培训支出为8438元/年。人均支出随学段显著提升，高中阶段人均支出达10200元/年。据我们测算，双减前高中学科教育市场约为998亿元。
- 我们认为，未来随高考复读需求的上升叠加高中阶段参培渗透率提升，市场规模有望快速扩容。

图19：双减前高中学科教育市场空间近千亿



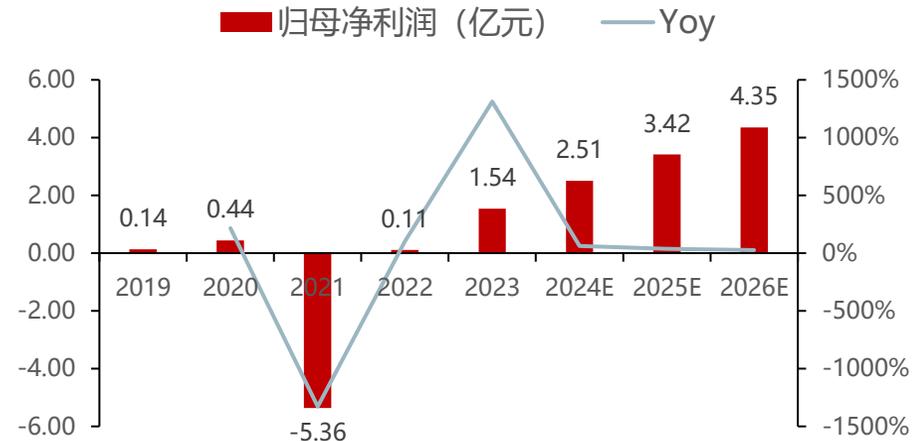
- **高中学科培训供给侧出清，市场份额有望持续提升：**
- “双减”政策后学科类培训行业供给大幅出清，根据教育部2022年2月数据显示，线下义务教育学科培训机构出清92%。公司在剥离K9业务后，考虑到存量牌照经营的监管现状，头部企业市占率有望进一步提升。
- **全日制培训赋予新动能，有助提升盈利中枢：**
- 学大教育提供的全日制培训（含复读）业务，主要为中高考复读生、艺考生、普通高三学生提供封闭式的高考文化课全日制寄宿培训服务，已布局30余个基地，覆盖学生6000余人。全日制培训采用班课形式，每班20-25人同时上课，同一时间内培训场地和教师所能服务的学生数量远高于个性化辅导模式，人效及客单价相比个性化辅导更高，盈利能力更强。
- **下游需求旺盛，业绩延续高增长：**
- 2024H1公司预告实现24H1归母净利润预计1.3-1.9亿，同增46%-108%；扣非归母净利润1.2-1.7亿，同增21%-77%。业务进展顺利，全年业绩可期。

**图20：2019-2026营业收入及同比变化**



资料来源：iFind，华源证券研究 备注：2024-2026营收及归母净利润数据为iFind一致预期

**图21：2019-2026归母净利润及同比变化**



## ■ 高中业务稳定增长，校区网络持续扩张：

■ FY2024H1天立国际实现营收16.45亿元，同比+73.8%，其中综合教育服务收入为8.51亿元，同比+64.4%，主要受高中生人数增加与疫后学生游学需求旺盛的驱动。2023-2024学年，公司自营校网内已有3.6万余高中生。公司主要于50所学校向学生提供综合教育服务。区域上既覆盖上海、深圳等一线城市，也有中西部低线城市，服务类型上提供传统高中教育，兼顾国际高中教育、艺考、复读等个性化的教育服务。

## ■ 托管业务具备增长潜力，公司业务持续拓宽：

■ 今年以来托管业务加速落地，截止到2024年6月公司新签托管学校5所，包括山东德州东城中学、云南昭通威信县第一中学、浙江衢州智造新城实验学校以及河北滦州海阳学校、奇石学校，共计签约托管学校14所。长期来看，各地方政府公办学校托管诉求旺盛，我们预计今年多还会有多个托管学校签约落地，公司托管业务增长极具潜力，未来有望赋予集团增长新动能。

图22：2019-2026营业收入及同比变化

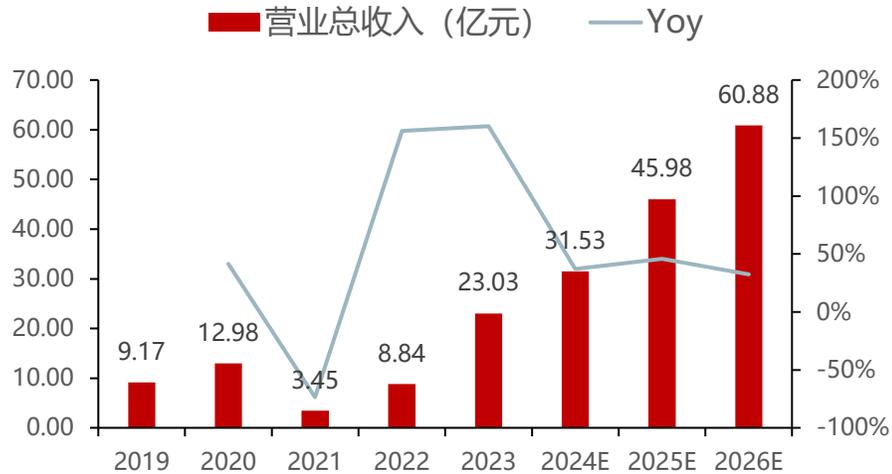


图23：2019-2026归母净利润及同比变化



# 主要内容

---

1. 核心研究框架：短期看政策，中长看供需
2. 素质教育培训：政策利好，翻倍空间
3. 高中学科教育：供给不足，需求上行
4. 职业教育：监管扶持，就业刚需
5. 民办高等教育：风险较小，关注分红
6. 风险提示



## ■ 鼓励私人企业参与职业培训：

- 《国家职业教育改革实施方案》提出要建设多元办学格局。发挥企业重要办学主体作用，鼓励有条件的企业特别是大企业举办高质量职业教育；与国际先进标准接轨，做优职业教育培训评价组织。

## ■ 职业教育与普通教育重要性并驾齐驱：

- 2022年4月《中华人民共和国职业教育法（修订法案）》通过，其中第三条明确提出“职业教育是与普通教育具有同等重要地位的教育类型，是国民教育体系和人力资源开发的重要组成部分，是培养多样化人才、传承技术技能、促进就业创业的重要途径。第九条“鼓励发展多种层次和形式的职业教育，推进多元办学，支持社会力量广泛、平等参与职业教育”，号召社会参与建立职业教育学校和培训机构。

## ■ 强化政策扶持，深化职教改革：

- 2022年底国务院印发《关于深化现代职业教育体系建设改革的意见》中进一步强化政策扶持，鼓励构建央地互动、区域联动，政府、行业、企业、学校协同的发展机制。

表6：职业培训法规政策梳理

政策文件名称	发布单位	发布时间	内容要点
《关于深化现代职业教育体系建设改革的意见》	国务院、中共中央办公厅	2022.12	指导思想：坚持和加强党对职业教育工作的全面领导，把推动现代职业教育高质量发展摆在更加突出的位置，坚持服务学生全面发展和经济社会发展。 改革方向：深化职业教育供给侧结构性改革，坚持以人为本、能力为重、质量为要、守正创新，建立健全多形式衔接、多通道成长、可持续发展的梯度职业教育和培训体系，推动职普协调发展、相互融通，让不同禀赋和需要的学生能够多次选择、多样化成才。
《中华人民共和国职业教育法》	全国人大常委会	2022.4	职业教育是与普通教育具有同等重要地位的教育类型，是国民教育体系和人力资源开发的重要组成部分，是培养多样化人才、传承技术技能、促进就业创业的重要途径。 国家鼓励发展多种层次和形式的职业教育，推进多元办学，支持社会力量广泛、平等参与职业教育。
《国家职业教育改革实施方案》	国务院	2019.2	到2022年，职业院校教学条件基本达标，一大批普通本科高等学校向应用型转变。经过5—10年左右时间，职业教育基本完成由政府举办为主向政府统筹管理、社会多元办学的格局转变，由追求规模扩张向提高质量转变，由参照普通教育办学模式向企业社会参与、专业特色鲜明的类型教育转变，大幅提升新时代职业教育现代化水平。

## ■ 职教行业划分为学历和非学历培训：

■ 学历职业教育培训毕业学生可以获得文凭，而非学历类以掌握就职所需的知识和技能为主，并没有正式的学位或文凭。

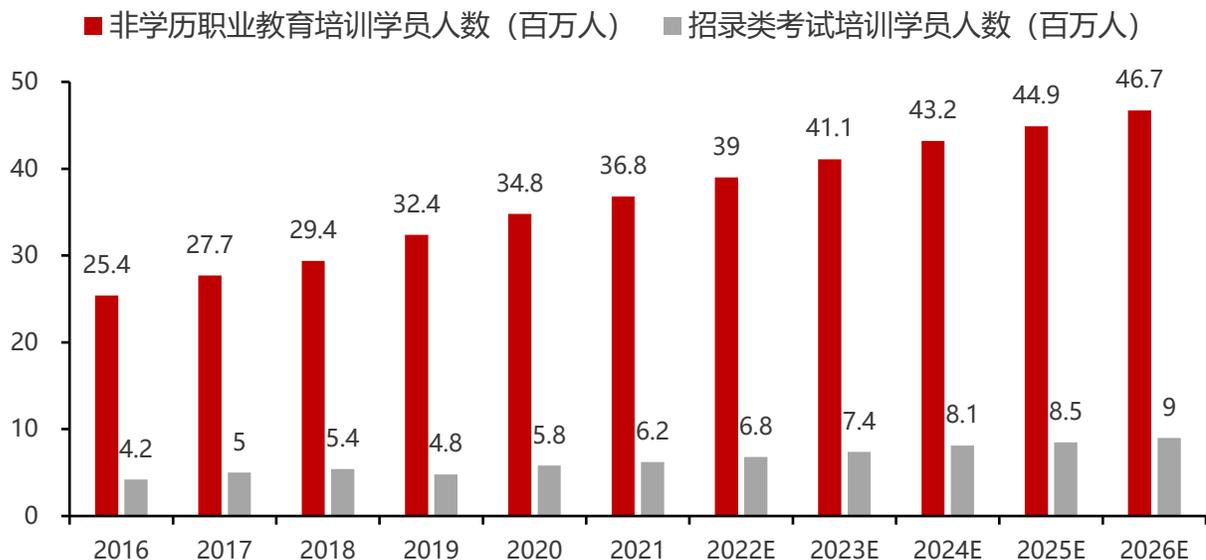
## ■ 就业市场人才需求提升竞争激烈，催化职业教育培训需求：

■ 根据弗若斯特沙利文数据，我国2016年-2021年非学历职业教育培训/招录类考试培训学员人数CAGR分别为7.7%/8.1%，2026年参培人数有望分别达到4670/900万人次，职教需求进一步上升。

## ■ 职教培训市场空间超万亿：

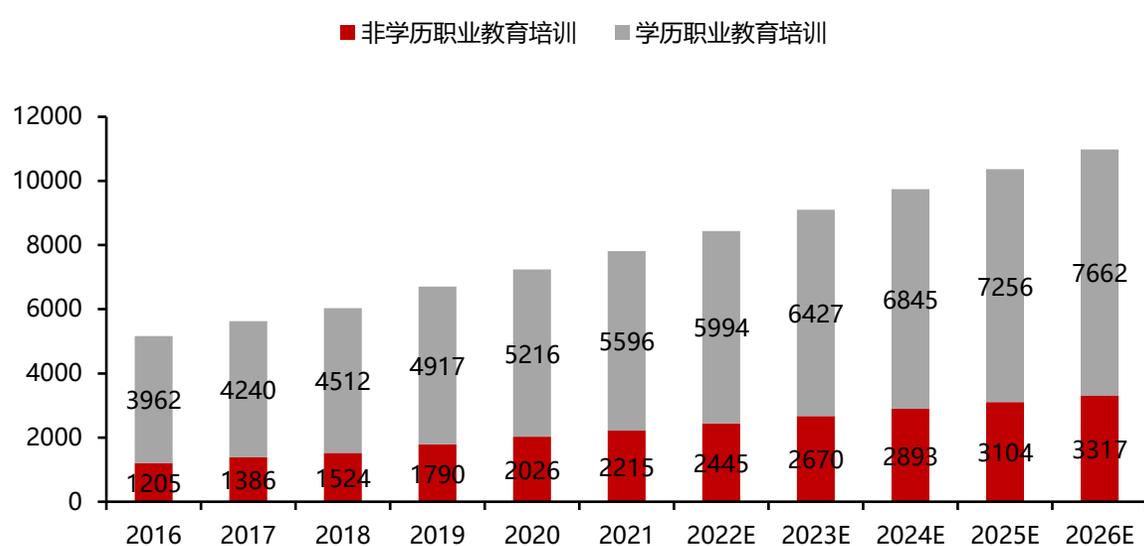
■ 根据弗若斯特沙利文数据，2023年职业教育培训市场空间约为9097亿元，其中非学历/学历职业教育培训分别为2670/6427亿元。到2026年，职教培训市场有望进一步扩容至10979亿元，非学历/学历职业教育培训分别达到3317/7662亿元。

图24：2016-2026E非学历职业教育培训/招录类考试培训学员人数情况



资料来源：教育局，人力资源和社会保障部，国家公务员局，弗若斯特沙利文，华源证券研究

图25：2016-2026E职业教育培训市场空间（亿元）





## ■ 课程专业持续迭代，学生就业率充分保障：

- 公司旗下设立集团研究院，开展各专业模组研发、教材研发、认证业务实施及拓展、学历合作开发、以及对职业技能教育发展的调研与研究。近年来，公司加快专业的更新迭代，并开设综合专业应对公办学校的竞争，如在新东方体系开展酒店管理、行政总厨、康养等课程；在新华电脑推出互联网会计、电商直播、电竞等专业。公司在北京、上海、广州、深圳四地设有“创就业服务中心”，全国200余所院校设有“创就业办”，构建全国性的就业保障资源网络，确保学生成功就业，2023年，新东方烹饪、新华电脑、万通汽车、欧米奇及欧曼谛长期课程毕业生的平均引荐就业率达95%。

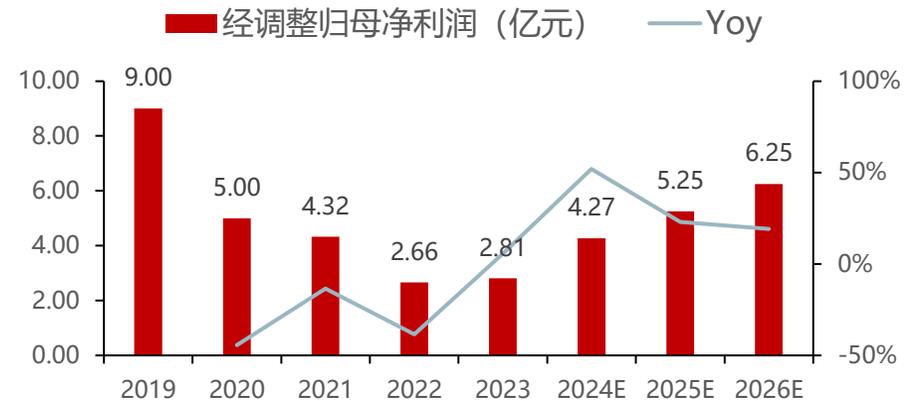
## ■ 疫情影响逐步消退，招生形势稳步向好：

- 2023年，公司新培训人次及新客户注册人数约15.29万人，同比增长13.8%。具体到各大品牌而言，招生均呈增长态势。新东方烹饪教育招生同比增长13.9%至5.84万人，欧米奇同比增长23.2%至1.44万人，美味学院同比增长9.8%至1万人；新华电脑同比增长1.5%至2.70万人；万通汽车同比增长18.5%至3.68万人；欧曼谛同比增长125.7%至3406人。

图26：2019-2026营业收入及同比变化



图27：2019-2026经调整归母净利润及同比变化



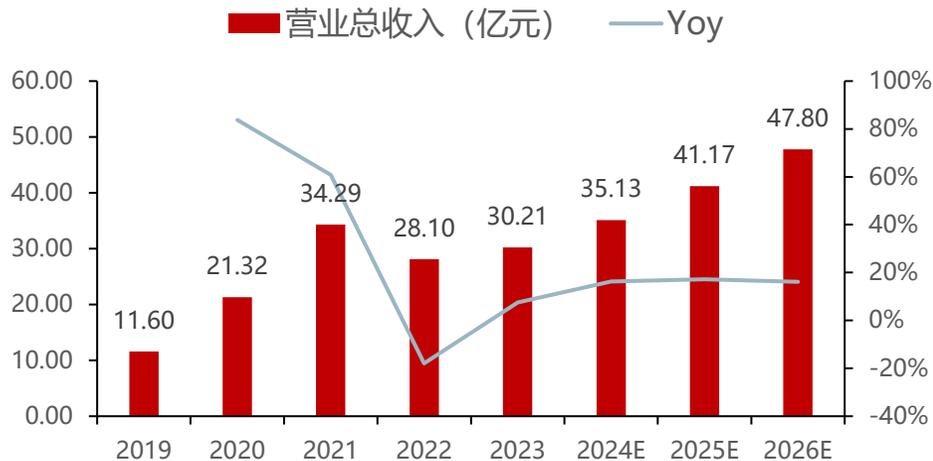
■ **在线公考培训为核心，下游需求日渐高涨：**

■ 粉笔的前身为猿辅导旗下公考项目部门，推出行业首款APP、首创在线公考培训课程、首创在线模考和在线题库。公司产品及课程涉及公考、事业单位、教资考试。2024年国考报名人数突破300万人再创新高，就业压力大使得公务员和事业单位等工作受到更多应届生青睐，选拔类考试行业竞争加剧也使得参培意愿得以提升，公考培训行业需求旺盛。2024H1公司公告业绩预增营收不少于16.1亿元；净利润不少于2.55亿元，经调整净利润3.27亿元，净利润及经调净利润同比分别增长不少于212.9%/13.5%，公司业绩稳步向好。

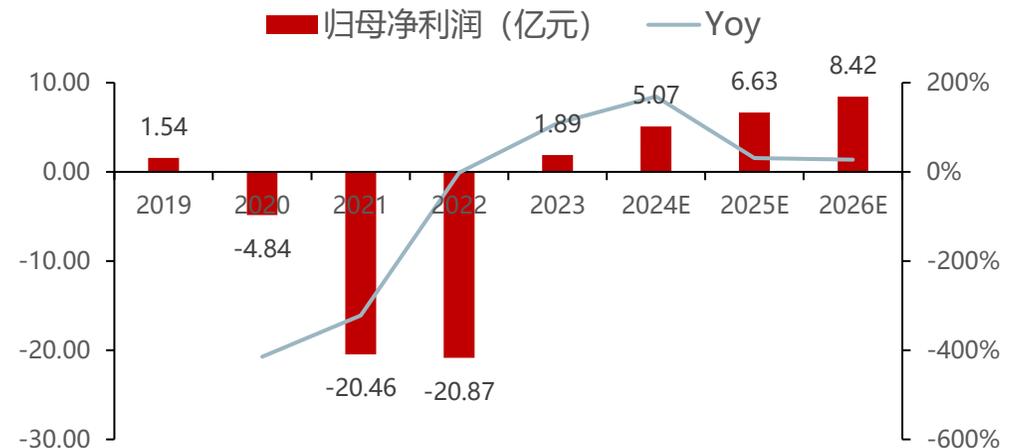
■ **AI赋能助力高效学习，经营效率不断提升：**

■ 基于在大语言模型（LLM）领域的深厚积累，粉笔自主研发了首个专注于公考行业的垂直大模型。在此基础上，得益于在教研方面的长期积累，整合RAG（检索增强生成）、意图识别和向量数据库技术，粉笔推出了“AI智能老师”，提供可靠、准确且有针对性的辅导服务。在教师端：2021年2月份，一位粉笔精品班辅导老师同期可以服务40人左右，“AI智能老师”同期最高可服务150人，效率大幅提升。在学生端，在面试备考环节，AI面试点评将老师反馈工作时间从20分钟缩短到5分钟以内，可用率在80%以上，同期使用量是人工点评的20多倍。AI赋能效果显著。

**图28：2019-2026营业收入及同比变化**



**图29：2019-2026归母净利润及同比变化**



资料来源：iFind，华源证券研究 备注：2024-2026营收及归母净利润数据为iFind一致预期



# 传智教育：鸿蒙课程需求快速释放，业绩有望边际改善

## ■ 主营IT线下培训，下游行业需求转弱导致业绩承压：

■ 公司线下短训产品包括学科JAVAEE、HTML&JS+前端、Python+大数据开发、产品经理、新媒体+短视频运营等多个以就业为目标的IT课程，业务占比超90%。2023年公司实现营收5.34亿元，同比减少33.5%，归母净利润0.16亿元，同比减少91.2%。上游培训需求受下游IT企业招聘需求牵引，由于近两年IT行业调整人员有所收缩，导致公司主业承压。

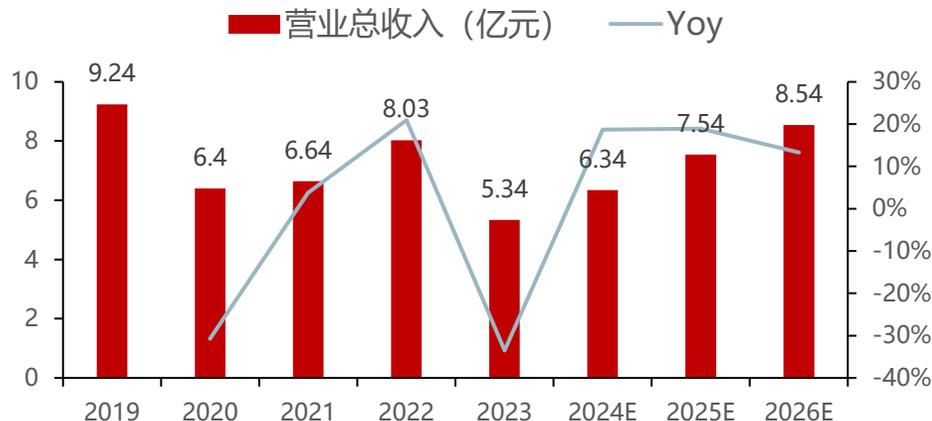
## ■ 鸿蒙课程推出，关注增量需求，业绩有望边际改善：

■ 2023年华为发布HarmonyOS NEXT，与安卓系统完全脱钩，各大厂快速适配过程中，鸿蒙程序员需求或将快速增长。2024年1月，公司成为阿里云授权培训认证合作伙伴，同月，公司与华为签署了HarmonyOS人才生态体系服务合作协议，并于3月成为华为HarmonyOS认证级授权培训伙伴，针对鸿蒙应用开发公司单独成立新课程体系。在安卓鸿蒙不兼容的情况下，下游互联网公司对于掌握鸿蒙系统的IT人员需求正在增加，尤其是企业内程序员也将释放再培训需求。

## ■ 与科大讯飞合作，挖掘大模型人才培养需求：

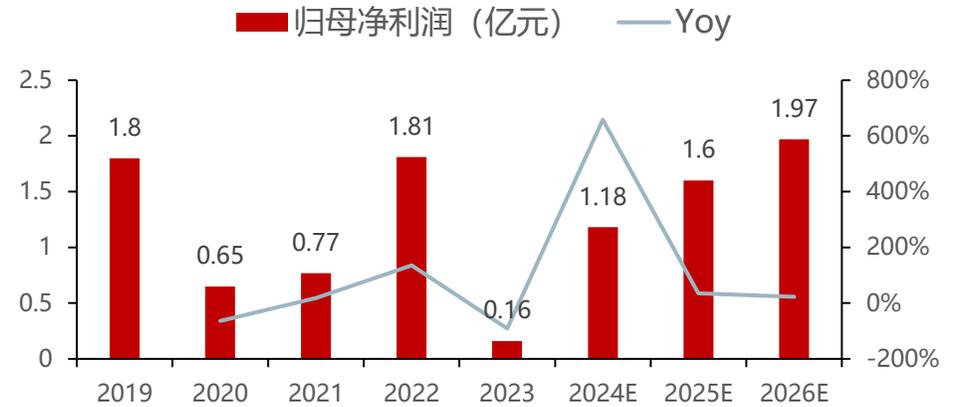
■ 长期来看，伴随ChatGPT的横空出世，大模型技术将持续对各行各业带来新的技术变革，AIGC相关的岗位需求持续火热。政策端也在鼓励“全力推进数字人才的培养、引进、留存”，未来大模型人才培养需求有望给公司带来新增长。

图30：2019-2026营业收入及同比变化



资料来源：iFind，华源证券研究 备注：2024-2026营收及归母净利润数据为iFind一致预期

图31：2019-2026归母净利润及同比变化



# 主要内容

---

1. 核心研究框架：短期看政策，中长看供需
2. 素质教育培训：政策利好，翻倍空间
3. 高中学科教育：供给不足，需求上行
4. 职业教育：监管扶持，就业刚需
5. 民办高等教育：风险较小，关注分红
6. 风险提示

- **学额增长叠加生源优化，内生提量确定性较强：**
- 从多家高教公司公布的23新学年招生情况来看，高等教育板块整体学额实现了较大幅度增长，其中专升本学额增长最为显著（中教控股同增70.1%；希教国际控股同增158%）。中国科培持续提升学费较高的本科学生占比，FY23本科层次新生招生人数提升22%，本科生占比提升6.2个百分点，高等教育生均学费增长4.4%，生源结构优化推动生均学费进一步上升。
- **多数头部高教公司营收重回双位数增长，毛利率有望筑底回升：**
- 2024H1，中教控股/中国科培/希教国际控股/新高教集团营业收入分别为32.8/8.7/20.4/13.1亿元，分别实现同增18.3%/10.4%/5.6%/13.8%。
- 政策明确各地全部达标的学校比例到2025年底达到90%以上，我们预计24-25年底或为行业集中高投入期，随着各企业资本开支前奏放缓，毛利率下降趋势有望筑底回升。2024H1中教控股/中国科培/希教国际控股/新高教集团毛利率分别为：56.0%/60.8%/44.0%/39.8%
- **多数头部高教公司在校人数稳健增长：**
- 2022/2023学年招生人数，中教控股/中国科培/希教国际控股/新高教集团在校人数分别实现同增26.9%/0.7%/20.9%/-0.4%，多数高教公司在校人数保持增长，新高教集团人数略有下滑主要系调整生源结构，持续提升本科生占比。

表7：各公司21-23学年在校人数情况

	21/22学年在校人数（人）	同比增长	22/23学年在校人数（人）	同比增长
中教控股	240,004	33.2%	304,500	26.9%
中国科培	119,948	14.6%	120,800	0.7%
希教国际控股	232,059	19.3%	280,453	20.9%
新高教集团	143,764	14.4%	140,535	-0.4%



- 2020年5月，教育部发布《关于加快推进独立学院转设工作的实施方案》提出将独立院校的转设作为高校设置工作的重点。鼓励各地积极创新，可探索统筹省内高职高专教育资源合并转设。
- 同年教育部发布《关于在普通高校继续开展第二学士学位教育的通知》提出“第二学士学位教育作为大学本科后教育，是培养复合型人才的重要渠道”。为增强学生就业创业能力，创造再学习的机会，已通过教育部普通高等学校本科教学评估五年及以上的高校有资格可开展第二学士学位教育，招收对象包括毕业三年以内的高校毕业生及当年毕业生，学制为2年。
- 2021年9月民促法落地，其中提及“学历教育的民办学校享有与同级同类公办学校同等的招生权，可以在审批机关核定的办学规模内，自主确定招生的标准和方式，与公办学校同期招生”，并“鼓励社会力量依法设立民办教育发展方面的基金会或者专项基金，用于支持民办教育发展”。在条例上并未对民办高教公司外延并购做限制，并且对公开、公平、公允的关联交易持开放态度，民办高教公司此前面临的政策不确定性已基本消除。
- 我们认为，政策面上高教行业没有较大风险，叠加当前稳就业趋势下高校扩招趋势明确，民办高教有望进入量价齐升新轨道。

表8：高教政策梳理

政策文件名称	发布单位	发布时间	内容要点
《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》	国务院	2021.4	1) 实施学前教育、学历教育的民办学校享有与同级同类公办学校同等的招生权， <u>可以在审批机关核定的办学规模内，自主确定招生的标准和方式，与公办学校同期招生。</u> 2) 实施高等学历教育的民办学校符合学位授予条件的，依照有关法律、行政法规的规定经审批同意后，可以获得相应的学位授予资格。 3) 县级以上地方人民政府可以根据本行政区域的具体情况，设立民办教育发展专项资金，用于支持民办学校提高教育质量和办学水平、奖励举办者等。 <u>国家鼓励社会力量依法设立民办教育发展方面的基金会或者专项基金，用于支持民办教育发展。</u>
《关于在普通高校继续开展第二学士学位教育的通知》	教育部	2020.5	《通知》指出“第二学士学位教育作为大学本科后教育，是培养复合型人才的重要渠道”。为增强学生就业创业能力，创造再学习的机会，已通过教育部普通高等学校本科教学评估五年及以上的高校有资格可开展第二学士学位教育，招收对象包括毕业三年以内的高校毕业生及当年毕业生，学制为2年。
《关于加快推进独立学院转设工作的实施方案》	教育部	2020.5	将独立院校的转设作为高校设置工作的重点。各独立学院需在2020年底前制定转设方案，并实现一批独立学院的转设。

- **“双减”后并购受阻：**
- 高教行业各公司在“双减”后并购均处于停滞。
- 中教控股：2020年收购海口经济学院及附属艺术学校60%的股权；2021年收购四川锦城学校51%的股权。
- 中国科培：2019年12月31日，中国科培宣布以14.5亿元人民币收购哈尔滨石油学院100%权益；2021年7月16日，拟以最高5.5亿元人民币收购马鞍山学院100%权益，当前未并表。
- 新高教集团：2020年上半年，收购河南学校剩余45%的股份；2021年4月，以6.74亿收购郑州城市职业学院。
- 希教国际控股：2016年9月，希望教育集团收购捷星慧旅70%权益，2019年，以7800万元进一步收购捷星慧旅30%权益及对应的贵州大学科技学院举办人权利；以1.6亿元收购鹤壁汽车工程职业学院，以4亿元收购苏州托普职业技术学院/昆山技工学院；2020年3月，以1.4亿美元收购马来西亚高等教育服务供应商英迪集团。
- **重点关注公司分红政策：**
- 中教控股每年分红比例为不低于财年所赚取可供分配净利润的30%。2024年3月底，公司以现金方式分派2023财年末期股息和2024财年中中期股息，总计派额约为2023财年经调整净利润的40%。
- 新高教集团年度派息不低于财政年所赚取可供分配净利润的30%。2024年，公司维持以现金方式派发全年股息，派息比例为50%。

**表9：各公司分红情况**

	中教控股	中国科培	新高教集团	希望教育
分红政策	分红比例为不低于财年所赚取可供分派净利润的30%。通常在三月底以现金方式分派截至上一财年末（8月31日）的末期股息，以及上一财年末至本财年中报（2月28日）的中期股息。	除末期股息外，公司可不时宣派中期股息或特别股息。公司董事会会考虑包括财务业绩、现金流状况、未来营运等因素决定是否建议派发股息。	年度派息不低于公司各财政年度所赚取可供分配利润的30%。通常以现金方式派发年度股息。	公司董事会会考虑包括财务业绩、现金流状况、未来营运等因素决定是否建议派发股息及金额。



# 中教控股：加大投入积极扩容，新入学人数显著增加

## 国内高教集团龙头，加大投入积极扩容：

截至2024年2月28日，公司物业、校舍及设备资产为193.2亿元，上年同期为176.7亿元，同比增长9.3%；资本开支为20.3亿元，上年同期为12.2亿元，同比增长66.7%。资本开支主要用于兴建现有校区的新楼宇以及山东省及广东省扩建容量，公司不断加大投入积极拓展学校规模。

## 高教业务稳健增长，新入学人数显著增加：

公司国内高等教育业务规模持续扩大，全日制新生人数及在校生人数稳步增长。截至2023年8月31日，公司于中国的成员学校全日制在校生约24.8万人，同比增长约7%，其中，全日制高等教育在校生约19.9万人，同比增长约13%。在2023/24学年，公司于中国的成员学校2023/24学年全日制注册新生人数达到约9.7万人，同增17%，其中，全日制高等教育注册新生人数达到约8.4万人，同比增长18%。2024H1公司国内市场分部收入同比增长19.2%至31.79亿元，占公司整体收入比重为97%，国内业绩表现良好。

图32：2019-2026营业收入及同比变化

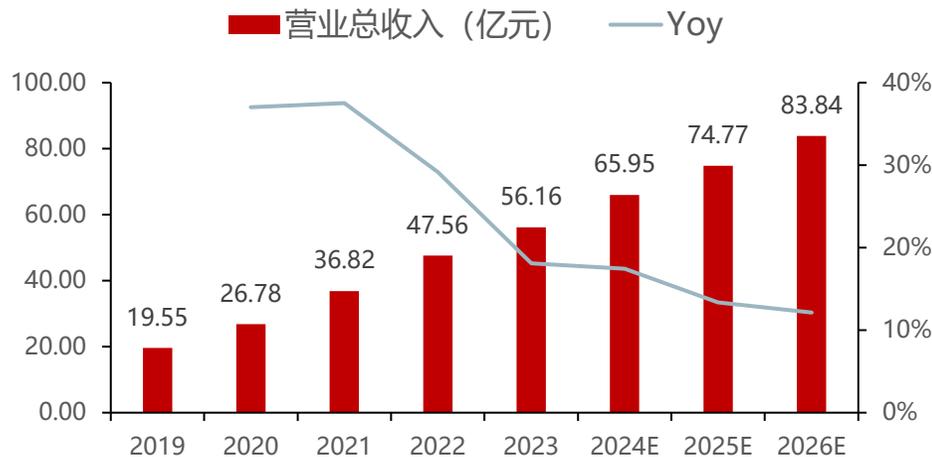
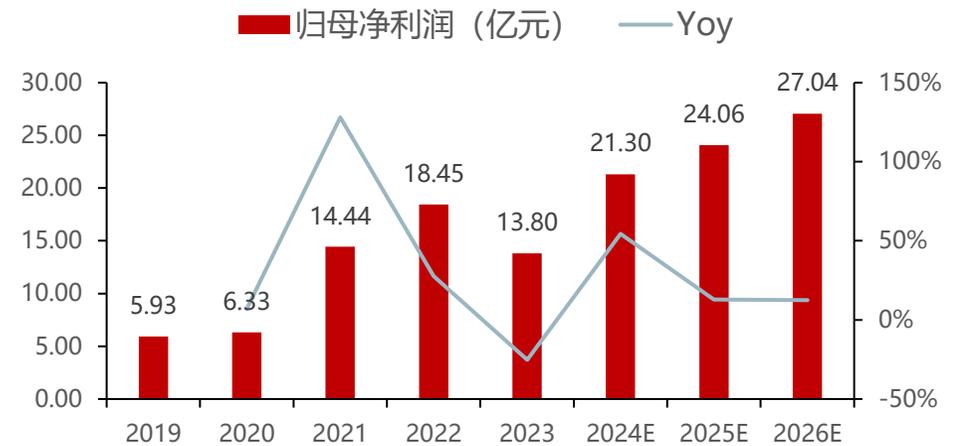


图33：2019-2026归母净利润及同比变化



# 主要内容

---

1. 核心研究框架：短期看政策，中期看供需
2. 素质教育培训：政策利好，翻倍空间
3. 高中学科教育：供给不足，需求上行
4. 职业教育：监管扶持，就业刚需
5. 民办高等教育：风险较小，关注分红
6. 风险提示



- **教育政策变化风险：**职业教育行业景气度于政策环境关联度较高，近年来国家为鼓励支持职业教育行业发展陆续出台产业扶持政策，若政策后续存在重大变化及调整将对行业发展趋势产生重大影响。
- **行业招生不达预期风险：**教育公司招生存在低预期的风险，从而造成业绩不及预期。
- **经营管理风险：**若公司无法应对市场变化、及时调整产品经营策略及产品结构以适应市场需求，可能导致公司经营恶化。
- **市场规模测算的风险：**行业市场规模测算基于一定假设条件，若实际情况与假设存在较大偏差，存在行业市场规模不及预期的风险。



表10：重点公司估值表

代码	公司	股价	总市值	EPS			PE		
		2024/08/29		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
EDU.N	新东方	62.87	108.29	3.04	3.85	4.44	21	16	14
TAL.N	好未来	8.03	48.70	0.14	0.27	0.54	57	30	15
000526.SZ	学大教育	55.16	68.00	2.12	2.82	3.57	26	20	15
003032.SZ	传智教育	8.14	32.80	0.28	0.39	0.48	29	21	17
1769.HK	思考乐教育	5.69	32.10	0.27	0.38	0.54	19	14	10
3978.HK	卓越教育集团	2.75	23.30	0.21	0.33	0.44	12	8	6
1773.HK	天立国际控股	4.20	88.90	0.27	0.39	0.53	14	10	7
0667.HK	中国东方教育	2.32	50.50	0.2	0.24	0.29	11	9	7
2469.HK	粉笔	2.64	59.10	0.23	0.3	0.37	10	8	6
0839.HK	中教控股	4.20	114.00	0.78	0.88	1.00	5	5	4

资料来源：iFind，Bloomberg，华源证券研究

备注：盈利预测中思考乐教育、卓越教育集团、新东方、中国东方教育来自华源，好未来来自彭博一致预期，其余均使用iFind一致预期

总市值美股单位为亿美元，港股单位为亿港元，其他为亿元人民币，EPS单位美股为美元/股，其他为人民币元/股

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

华源证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

### 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

### 销售人员信息

华东区销售代表李瑞雪 [liruixue@huayuanstock.com](mailto:liruixue@huayuanstock.com)

华北区销售代表王梓乔 [wangziquiao@huayuanstock.com](mailto:wangziquiao@huayuanstock.com)

华南区销售代表杨洋 [yangyang@huayuanstock.com](mailto:yangyang@huayuanstock.com)

### 股票投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)：相对强于市场表现20%以上；

增持 (Outperform)：相对强于市场表现5%~20%；

中性 (Neutral)：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

减持 (Underperform)：相对弱于市场表现5%以下。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES