



Research and
Development Center

以韩国教育史为鉴，可知兴替

——教育行业 2025 年投资策略

2024 年 12 月 13 日

范欣悦 教育人服首席分析师
执业编号：S1500521080001
邮箱：fanxinyue@cindasc.com

范欣悦 教育人服首席分析师

执业编号：S1500521080001

邮箱：fanxinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅

大厦 B 座

邮编：100031

教育行业 2025 年投资策略：以韩国教育史为鉴，可知兴替

2024 年 12 月 13 日

- **教育行业 2024 年回顾：H2 涨幅居前，基本面较优。**24 年 7 月 1 日至今，教育指数涨幅达 55.3%，在中信二级行业指数筛选出的消费行业中涨幅居前。我们认为主要原因包括：（1）教育行业具有一定程度的韧性和抗周期性；（2）教育是 AI 应用层面落地比较快的行业。行业收入回归正增长，利润增速较快。24 年前三季度，行业收入同增 13.7%至 118 亿元，归母净利润同增 26.5%至 8.3 亿元，行业毛利率和净利率持续改善，毛利率同增 3.5pct 至 45.0%，净利率同增 0.7pct 至 7.0%。
- **课外培训：韩国参培率、客单价齐增，我国有望中长期繁荣。**韩国在 80 年实施课外培训最严禁令后，从 81 年开始逐步放松非学科类的课外培训，随后陆续允许学困生、高三学生、初高中阶段的学生参加课外培训，培训时间也从假期逐步放宽到学期中。小学在校生人数从 81 年开始下滑，K12 阶段整体在校生人数从 83 年开始下滑，而课外培训总支出在 09 年之前呈正增长趋势，主要得益于不断提高的参培率以及不断增长的客单价。我国同样经历着“双减”后的政策边际向好，参培率较韩国仍有较大提升空间，叠加客单价的稳步提升，我们认为，课外培训行业有望在中长期高景气，头部公司有望凭借恢复性快速扩张获取更大的份额。
- **招录培训：韩国集中度较高，我国有待提升。**在宏观经济增速放缓及失业率提高的背景下，韩国公务员考试报名人数在 95~16 年经历了快速增长期，12 年以前，小机构只要拥有 1~2 名名师就可以市场中拥有一席之地，12 年，공단기（韩国一家教育公司的名字）进入公务员考试培训市场，以低价提供 PASS 产品，深受学生欢迎，分散在多个机构的名师也集中到공단기，借此迅速成长壮大，19 年之前一直享有垄断地位（18 年市场份额达到 81.9%）。我国同样处在公务员报名人数持续增长的时期，而中小机构数量大增、出清缓慢，影响头部公司的客单价和招生，与韩国 12 年以前的竞争格局类似，我们认为，招录培训行业头部集中是大势所趋，从客观角度，头部机构的品牌效应可以正向循环，从主观能动性的角度，推出一些类似于韩国“PASS”产品的相对低价、在一段时间内可以无限上课的教学产品，有望加速中小机构的出清。
- **投资建议：**建议重点关注课外培训（科德教育、学大教育、新东方、好未来、思考乐教育、卓越教育集团、昂立教育、豆神教育等）、招录培训（粉笔、华图山鼎、中公教育）及高股息（行动教育、中教控股等）。
- **风险提示：**教育行业的政策风险；扩张不及预期的风险；宏观经济对教育行业的影响；竞争格局变化的风险

	目 录
投资聚焦.....	4
一、教育行业 2024 年回顾：H2 涨幅居前，基本面较优	5
二、课外培训：韩国参培率、客单价齐增，我国有望中长期繁荣	8
2.1 韩国课外培训：行业规模呈增长趋势，非学科参培率不断提高	8
2.1.1 多项政策并未有效抑制课外培训热情	8
2.1.2 机构数量不断增加，行业规模呈增长趋势	10
2.2 我国课外培训：政策边际向好，有望中长期繁荣	15
2.2.1 政策边际向好，非学科牌照提速	15
2.2.2 扩张重启，盈利能力有望提升	17
三、招录培训：韩国集中度较高，我国有待提升	26
3.1 韩国招录培训：“公考热”持续 20 年，공단기曾垄断市场	26
3.1.1 报名人数在 95~16 年快速增长	26
3.1.2 竞争格局：공단기曾凭借“PASS”产品和名师一枝独秀	29
3.2 我国招录培训：报名人数仍增长，头部机构受中小机构影响	31
3.2.1 公考报名人数持续增长	31
3.2.2 竞争格局：有望凭借头部机构主观能动性加速行业头部集中	35
四、投资建议	38
五、风险因素	39

	表 目 录
表 1 韩国课外培训行业政策演变	9
表 2 韩国高考改革与公共教育服务	10
表 3 韩国高考改革与公共教育服务	10
表 4 2021 年 7 月 24 日《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》	16
表 5 2024 年 2 月 8 日《校外培训管理条例（征求意见稿）》主要内容	16
表 6 公务员考试培训行业中小机构份额	31
表 7 A 股教育行业估值表	38
表 8 港股教育行业估值表	38

	图 目 录
图 1 24H2 消费各行业涨幅	5
图 2 A 股教育行业收入及同比增速	6
图 3 A 股教育行业归母净利润	6
图 4 A 股教育行业毛利率	7
图 5 A 股教育行业净利率	7
图 6 韩国课外培训机构数量	11
图 7 韩国学科类培训机构数量	11
图 8 韩国与入学考试、资格考试相关学科培训机构数量	12
图 9 韩国课外培训总支出	12
图 10 韩国 K12 阶段在校生人数	13
图 11 韩国课外培训参培率	13
图 12 韩国课外培训参培学生月均支出及同比增速	14
图 13 韩国课外培训学生月均支出及同比增速	14
图 14 韩国课外培训分学科参培率	15
图 15 韩国课外培训分学科月均支出	15
图 16 我国出生人数	17
图 17 我国在校生数量	17
图 18 A 股和港股课外培训公司网点数量	18
图 19 美股课外培训公司网点数量	18
图 20 A 股和港股课外培训公司收入（以人民币为单位）	19
图 21 A 股和港股课外培训公司收入同比增速	19
图 22 美股课外培训公司收入	20
图 23 美股课外培训公司收入同比增速	20
图 24 A 股和港股课外培训公司非学科素质教育收入（以人民币为单位）	21
图 25 A 股和港股课外培训公司非学科素质教育收入同比增速	21
图 26 思考乐教育非学科素质课程入读人数及同比增速	22
图 27 新东方非学科类辅导报名人次及同比增速	22
图 28 A 股和港股课外培训公司毛利率	23
图 29 美股课外培训公司毛利率	23
图 30 A 股和港股课外培训公司归母净利润	24

图 31	A 股和港股课外培训公司净利率.....	24
图 32	美股课外培训公司归母净利润.....	25
图 33	美股课外培训公司净利率.....	25
图 34	7 级和 9 级公务员考试报名人数占韩国高等教育应届毕业生人数比例.....	26
图 35	韩国大学毕业生参加公务员考试的理由.....	27
图 36	韩国 9 级公务员考试报名人数及复合增速.....	27
图 37	韩国 9 级公务员录取人数及平均通过率.....	28
图 38	韩国 7 级公务员考试报名人数.....	28
图 39	韩国 7 级公务员录取人数及平均通过率.....	29
图 40	공단기와메가스터디市场份额.....	30
图 41	韩国消费者选择公务员考试培训记过的标准.....	30
图 42	공단기의 1 年期 PASS 产品平均价格.....	31
图 43	我国公务员国考招录人数.....	32
图 44	我国公务员国考报名人数.....	32
图 45	我国公务员国考实际参加考试人数.....	33
图 46	我国公务员省考招录人数.....	33
图 47	我国公务员省考报名人数.....	34
图 48	我国公务员国考录取率.....	34
图 49	我国公务员省考录取率.....	35
图 50	中公教育授课教师数量.....	35
图 51	粉笔全职讲师数量.....	36
图 52	2023 年我国招录培训行业市场份额.....	36
图 53	华图教育 2025 考编无限学课程介绍.....	37

报告亮点:

24 年我们看到，政策边际向好，课外培训（非学科和高中学科培训）的蓬勃发展，而从 18 年开始出生人口下滑（意味着 24 年小学招生人数或将下滑）、行业供给快速恢复的背景下，课外培训赛道还有多久的黄金时期？以及，虽然公考报名人数不断增长，而中小机构丛生导致头部机构增长乏力，招录培训赛道的竞争格局将如何演变？这两个核心问题是这篇报告探讨的背景，在深入研究韩国教育行业的发展历程后，我们发现，韩国曾经历过一些类似的阶段，或许可以为教育行业二级市场投资机会带来一些借鉴意义。

投资逻辑:

课外培训：韩国在 80 年实施课外培训最严禁令后，从 81 年开始逐步放松非学科类的课外培训，随后陆续允许学困生、高三学生、初高中阶段的学生参加课外培训，培训时间也从假期逐步放宽到学期中。小学在校生人数从 81 年开始下滑，K12 阶段整体在校生人数从 83 年开始下滑，而课外培训总支出在 09 年之前呈正增长趋势，主要得益于不断提高的参培率以及不断增长的客单价。

我国同样经历着“双减”后的政策边际向好，参培率较韩国仍有较大提升空间，叠加客单价的稳步提升，我们认为，课外培训行业有望在中长期高景气，头部公司有望凭借恢复性快速扩张获取更大的份额。

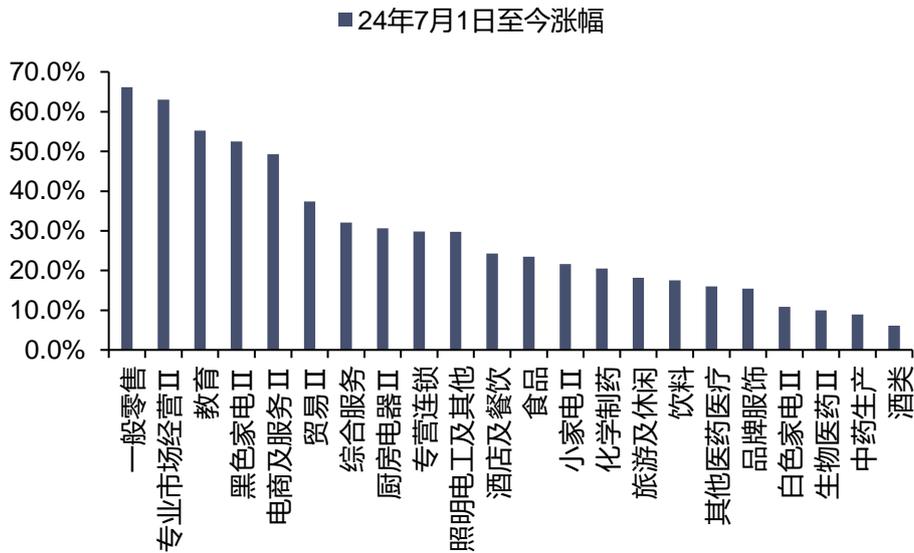
招录培训：在宏观经济增速放缓及失业率提高的背景下，韩国公务员考试报名人数在 95~16 年经历了快速增长期，12 年以前，小机构只要拥有 1~2 名名师就可以市场中拥有一席之地，12 年，공단기 进入公务员考试培训市场，以低价提供 PASS 产品，深受学生欢迎，分散在多个机构的名师也集中到공단기，借此迅速成长壮大，19 年之前一直享有垄断地位（18 年市场份额达到 81.9%）。

我国同样处在公务员报名人数持续增长的时期，而中小机构数量大增、出清缓慢，影响头部公司的客单价和招生，与韩国 12 年以前的竞争格局类似，我们认为，招录培训行业头部集中是大势所趋，从客观角度，头部机构的品牌效应可以正向循环，从主观能动性的角度，推出一些类似于韩国“PASS”产品的相对低价、在一段时间内可以无限上课的教学产品，有望加速中小机构的出清。

一、教育行业 2024 年回顾：H2 涨幅居前，基本面较优

24H2 教育在消费行业涨幅居前。24 年 7 月 1 日至今，教育指数涨幅达 55.3%，在中信二级行业指数筛选出的消费行业中涨幅居前。我们认为主要原因包括：（1）教育行业具有一定程度的韧性和抗周期性，业绩表现相对较好；（2）教育是 AI 应用层面落地比较快的行业，具有 AI+教育的催化。

图 1 24H2 消费各行业涨幅

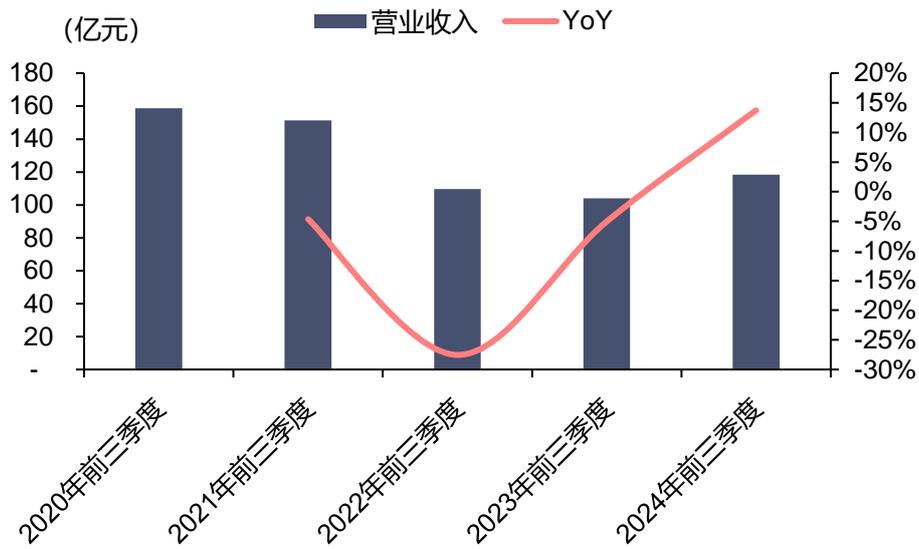


资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：涨幅使用 2024 年 12 月 6 日收盘涨幅。

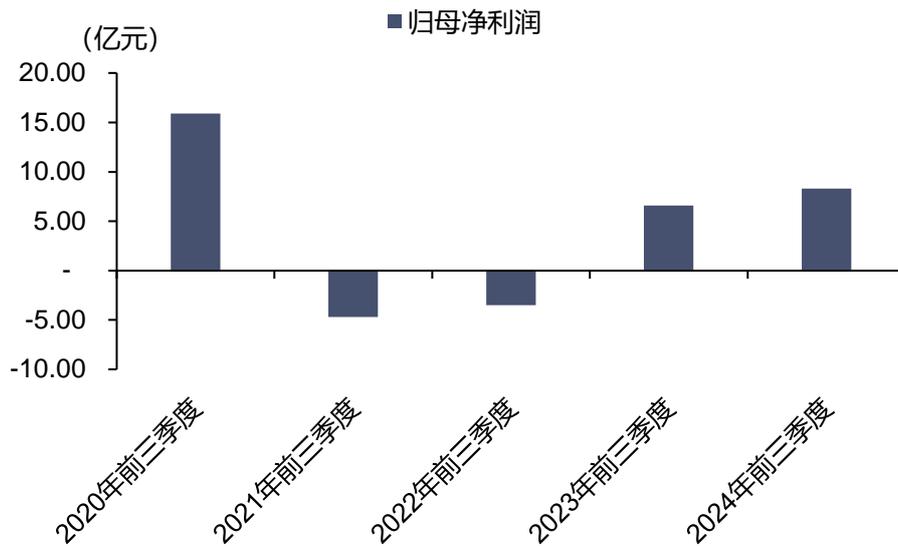
行业收入回归正增长，利润增速较快。统计 A 股 13 家教育行业公司，24 年前三季度，收入同增 13.7%至 118 亿元，扭转了 21~23 年同期收入增速下滑的局面；归母净利润同增 26.5%至 8.3 亿元，在 23 年同期扭亏的基础上，实现较快的增长。

图 2 A 股教育行业收入及同比增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

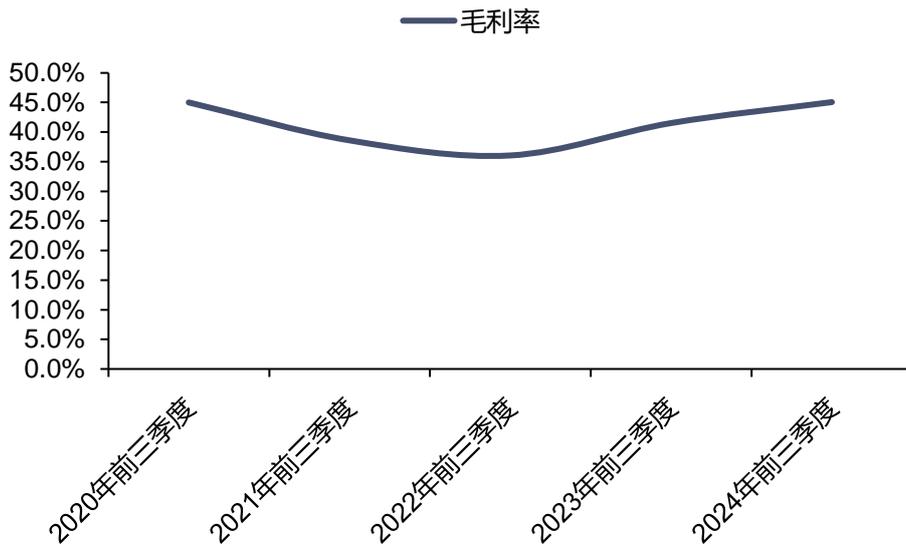
图 3 A 股教育行业归母净利润



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

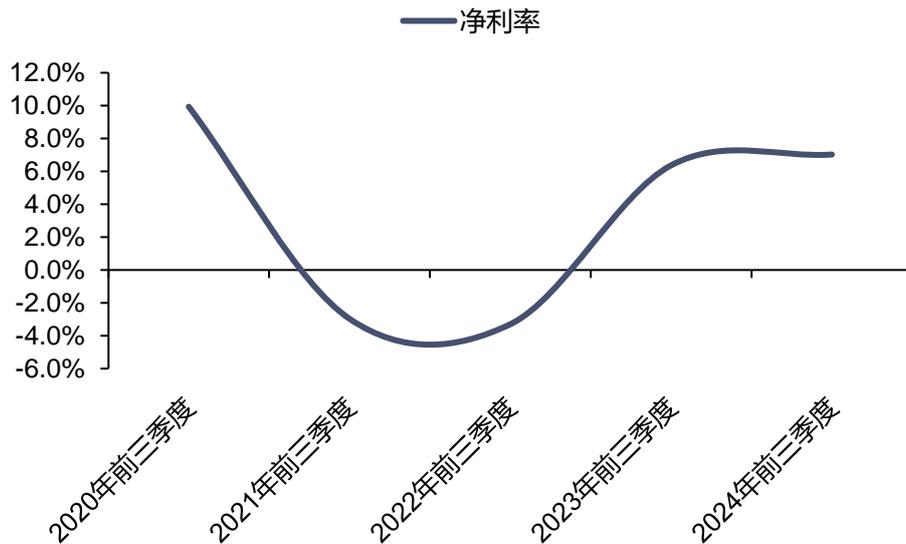
盈利能力提升。在课外培训政策边际向好、华图核心教育业务平移至华图山鼎的背景下，24 年前三季度，行业毛利率和净利率持续改善，毛利率同增 3.5pct 至 45.0%，净利率同增 0.7pct 至 7.0%。

图 4 A 股教育行业毛利率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5 A 股教育行业净利率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

24 年我们看到，政策边际向好，课外培训（非学科和高中学科培训）的蓬勃发展，而从 18 年开始出生人口下滑（意味着 24 年小学招生人数或将下滑）、行业供给快速恢复的背景下，课外培训赛道还有多久的黄金时期？以及，虽然公考报名人数不断增长，而中小机构丛生导致头部机构增长乏力，招录培训赛道的竞争格局将如何演变？这两个核心问题是这篇报告探讨的背景，在深入研究韩国教育行业的发展历程后，我们发现，韩国曾经历过一些类似的阶段，或许可以为教育行业二级市场投资机会带来一些借鉴意义。

二、课外培训：韩国参培率、客单价齐增，我国有望中长期繁荣

2.1 韩国课外培训：行业规模呈增长趋势，非学科参培率不断提高

2.1.1 多项政策并未有效抑制课外培训热情

韩国的课外培训机构出现在 20 世纪 60 年代，随着小学教育的普及，中学的学位供给仍有较大缺口，“小升初”催生了第一批服务于应试需求的培训机构的诞生。此后，课外培训在韩国持续繁荣，主要原因包括：（1）家长和学生对于公立教育质量的不满与失望；（2）受儒家文化的影响，韩国人在观念层面认为接受更好的教育是人格发展的重要途径，支持孩子参加课外辅导已经深深根植于人们的观念和文化之中；（3）进入名牌大学接受教育与获取较高的社会地位和更好的工作机会密切相关，07 年的一项调查显示，韩国 100 强公司中 38% 的 CEO 和 88% 在高等法院及最高法院的法官均毕业于首尔大学。

韩国每个教育阶段的普及与免试入学，都将培训热情推向下一个教育阶段。考虑到课外培训不仅给学生带来沉重的课业负担，还会给家庭带来过重的经济负担，导致教育的不平等，韩国在 50 多年的时间里尝试多种方法和政策来疏解课外培训过热的的问题。1968 年，推广初中阶段的义务教育和小升初免试入学，而结果培训的主战场从小学转向了初中；1974 年在汉城、釜山试点高中划片抽签入学的新模式，而结果为一流大学升学考试设立的课外培训机构兴起。韩国教育发展院在 1980 年的全国抽样调查显示，韩国小学/初中/普通高中的参培率为 25.3%/30.2%/43.9%，甚至连职业高中参培率也高达 23.2%。

韩国在 1980 年开启长达 20 年的最严禁令，期间逐步放松。1980 年 7 月，韩国国家安全应急委员会发布《7·30 教育改革办法》，宣布执行《教育正常化与课外培训过热解消方案》，利用高考改革和提供公共教育服务减轻升学压力，同时对全面禁止课外培训，即禁止任何学生参加任何形式的以备考为目的的课外培训，自此开启了长达 20 年的禁止培训时期。然而，课外培训并没有消失，而是转入地下，一对一的个人辅导、“汽车补习”“乡村补习”“深夜补习”层出不穷，地下的培训费用大涨。随后，1981 年开始，禁令开始逐步放宽，首先是放开非学科类的课外培训，随后陆续允许学困生、高三学生、初高中阶段的学生参加课外培训，培训时间也从假期逐步放宽到学期中。直到 2000 年，韩国宪法法院裁定禁令违宪，并在 2001 年修订了相关法律。

表 1 韩国课外培训行业政策演变

时间	政策
推进高考政策改革	
1968年7月15日	初中免试入学政策
1973年2月28日	高中平准化政策
禁止课外培训时期	
1980年7月30日	坚决实行教育改革，全面禁止课外辅导，废除补课
1980年8月7日	实行校外辅导管制办法，禁止任何课外辅导，只允许毕业生到私立补习班上课
1980年8月27日	允许校内艺术、体育技能辅导
1981年4月13日	限制课外辅导，禁止出售习题册、试卷和录像带
禁止课外培训的变更和完善时期	
1981年7月14日	仅允许在校生上艺术、体育、技术技能、演讲方面的补习班
1983年8月12日	允许大学生接受语言类、考试类、人文类的补习
1984年1月6日	允许成绩较差的学生（后5%）补习
1984年4月10日	允许高三学生在假期上私立外语补习班
1989年6月16日	允许小学、初中、高中学生在特定时间到补习班听课
1989年6月22日	允许大学生对小学、初中学生进行课外辅导
1991年7月22日	允许小学、初中、高中学生在暑假到补习班听课
1995年8月4日	允许小学、初中、高中学生在学期内到补习班听课
1996年12月29日	允许研究生对小学、初中学生进行课外辅导
1997年7月31日	制定非法课外辅导对策（活跃校内课外辅导，鼓励各种移动授课等）
1997年8月25日	发布《缓解过度课外辅导，减少课外辅导费对策》 使用卫星广播进行教育辅导
全面允许课外培训时期	
2000年4月27日	全面允许课外辅导（韩国宪法法院认定《私立教育机构设立、经营法》违宪）
2001年4月7日	《私立教育机构设立、经营法》修订为《私立教育机构与课外辅导的设立、经营法》
2001年7月8日	实施家教申报制
2004年1月16日	禁止深夜授课及寄宿
2004年2月17日	发布减轻课外辅导费的综合对策
2007年3月20日	发布减轻课外辅导依赖度的对策

资料来源：《韩国课外辅导机构法律规制探析》孟凡壮、刘玥，信达证券研发中心整理

表 2 韩国高考改革与公共教育服务

高考改革和提供公共教育服务

自 1981 年起取消统一高考，根据高中成绩和大学自主初试成绩择优录取

减少目前高中及以下各级学校的科目数，调整课程设置以降低难度

大学宽进严出，一定程度超额录取，毕业生配额保持不变

大学全日早晚开课，最大限度地利用大学设施和人力资源

大学逐年扩招，第二年扩招至 10.5 万人

增加教育类广播电视服务

扩建电视大学，延长教育学院的教学年限

资料来源：《韩国课外辅导机构法律规制探析》孟凡壮、刘玥，信达证券研发中心整理

表 3 韩国高考改革与公共教育服务

校外培训禁令

禁止一切公职人员、在岗教师参与校外培训，对违规者进行处罚并开除公职

对所有培训教师强制注册，并对其培训收入课重税

禁止民办培训机构招收初、高中生，违者采取注销资质等处罚措施

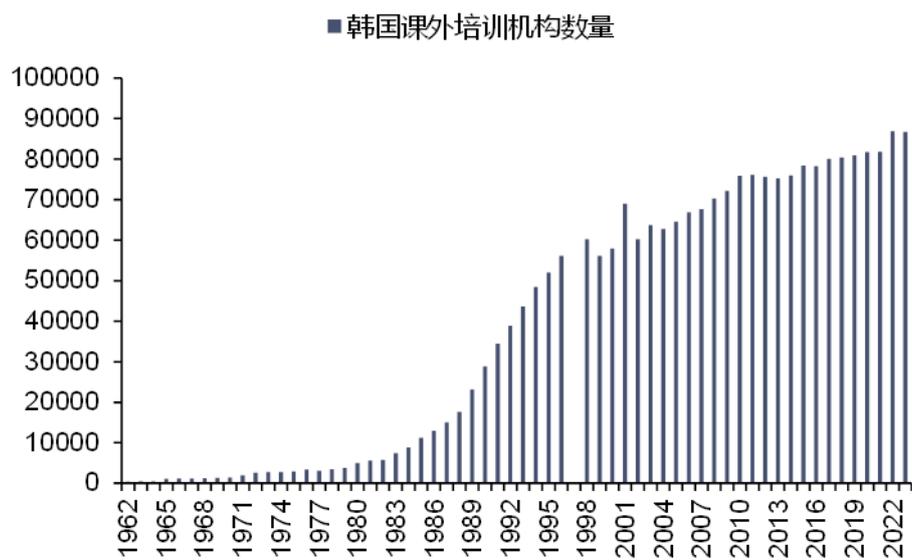
号召举报并对违反禁令者进行刑事立案追责

资料来源：《韩国课外辅导机构法律规制探析》孟凡壮、刘玥，信达证券研发中心整理

2.1.2 机构数量不断增加，行业规模呈增长趋势

韩国课外培训机构数量反而在禁令时期迅速增加。韩国课外培训机构数量在近 60 年间维持增长的趋势，特别是在 1980~2000 禁令时期增长尤为迅猛，1979 年机构数量为 3840 家，1990 年增至 2.9 万家，2000 年增至 5.8 万家，CAGR 达到 13.8%。后禁令时期，由于高额的税务等级及严格的学费限制，韩国出现了连锁型、大规模的校外培训机构减少，小机构成为行业主体的现象，2003 年机构数量达到 8.7 万家，其中学科培训占比超过 90%，与入学考试、资格考试相关的学科培训占比超过 50%。

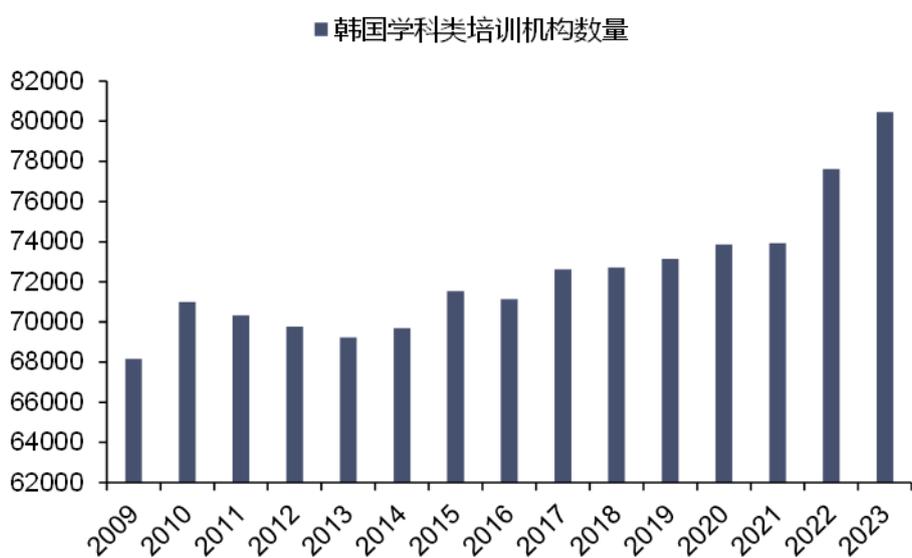
图 6 韩国课外培训机构数量



资料来源：韩国国家教育统计局，教育统计年鉴整理，信达证券研发中心

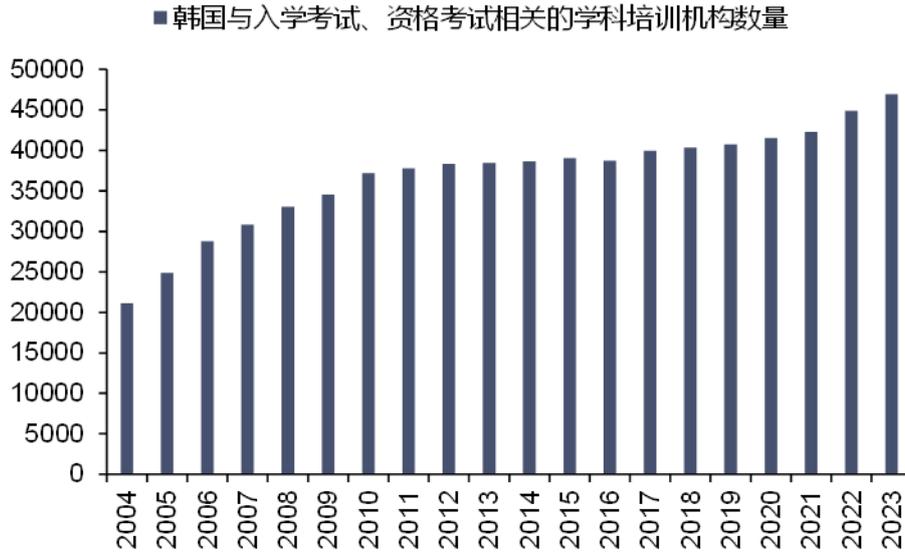
注：1997年数据未公布

图 7 韩国学科类培训机构数量



资料来源：韩国国家教育统计局，教育统计年鉴整理，信达证券研发中心

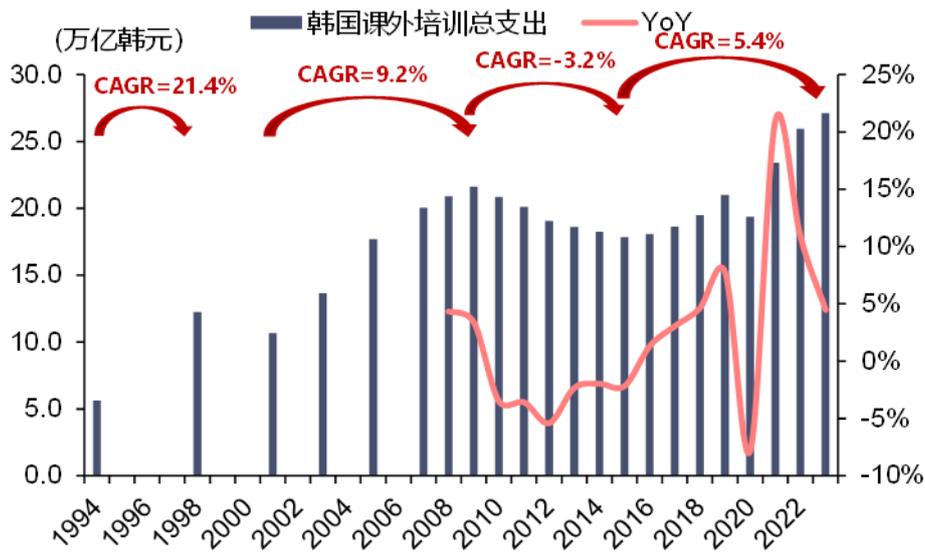
图 8 韩国与入学考试、资格考试相关学科培训机构数量



资料来源：韩国国家教育统计局，教育统计年鉴整理，信达证券研发中心

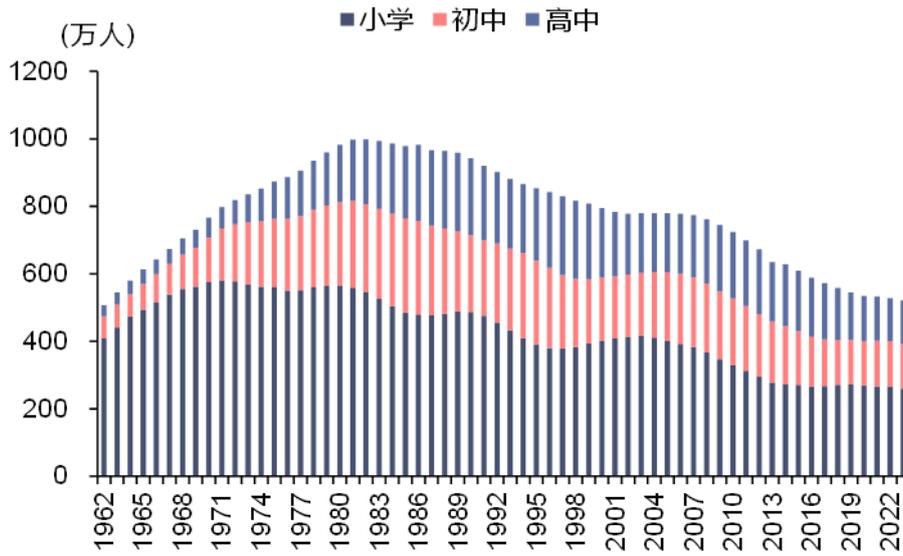
在校生人数下滑的背景下，课外培训总支出依旧大体正向增长。韩国 K12 阶段的在校生总人数从 1983 年开始下滑，其中小学/初中/高中从 1981/1988/1990 年开始下滑，而课外培训总支出在 2009 年之前呈正增长趋势，而 2010~15 年的小幅下滑主要是因为李明博政府时期强调提升公立教育的竞争力，减少课外培训支出，2016 年开始恢复正增长（除 2020 年新冠疫情影响以外）。

图 9 韩国课外培训总支出



资料来源：韩国统计局，信达证券研发中心

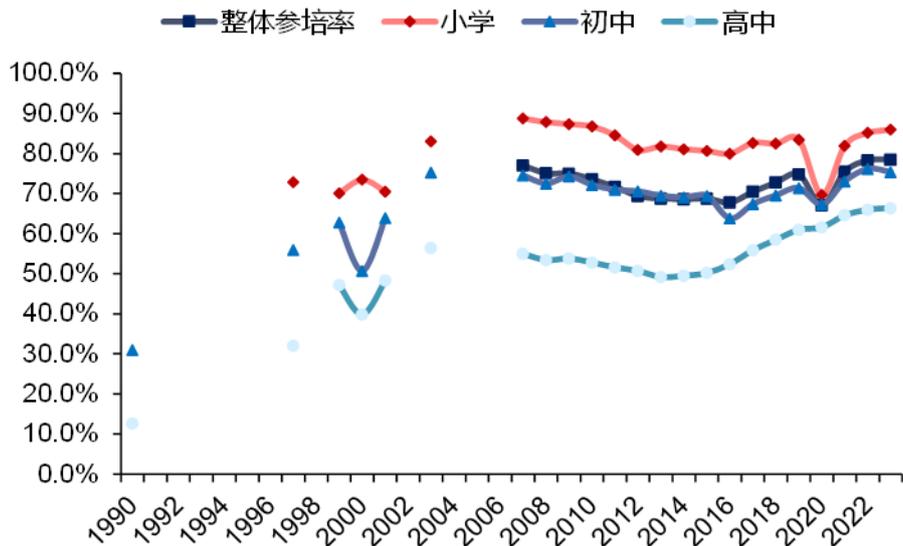
图 10 韩国 K12 阶段在校生人数



资料来源：韩国国家教育统计局，教育统计年鉴整理，信达证券研发中心

参培率在禁令时期中后期显著提升显著，且一直维持高位。1990 年，韩国小学/初中/高中阶段课外培训参培率为 0%/31.0%/12.6%，随着政策不断放松，1997 年迅速提升至 72.9%/56.0%/32.0%，随后一直维持较高水平，2007 年达到 88.8%/74.6%/55.0%。2010~15 年提升公立教育的竞争力期间略有下滑，15 年后继续提升，23 年整体参培率达到 78.5%，小学/初中/高中阶段分别达到 86.0%/75.4%/66.4%。

图 11 韩国课外培训参培率

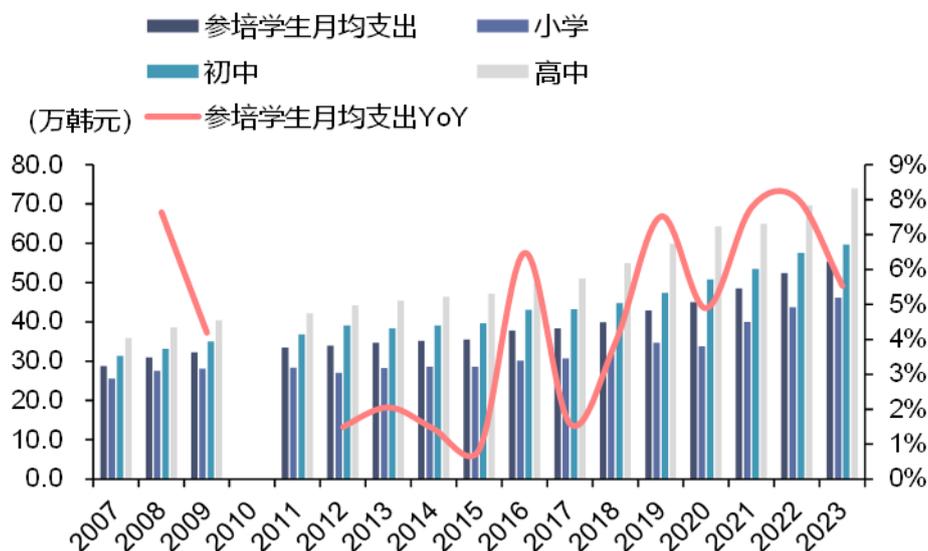


资料来源：韩国统计局，信达证券研发中心

平均支出持续增长。在可以获得连续数据的 07~23 年，韩国参培学生月均支出不断增长，从 07 年的 28.8 万韩元/人·月增至 23 年的 55.3 万韩元/人·月，CAGR 达到 4.2%，其中高中>初中>小学。另一指标学生月均支出

(学生月均支出=参培学生月均支出*参培率)也呈现相似的增长趋势,但由于参培率的差异,初中学生平均支出高于小学和高中。

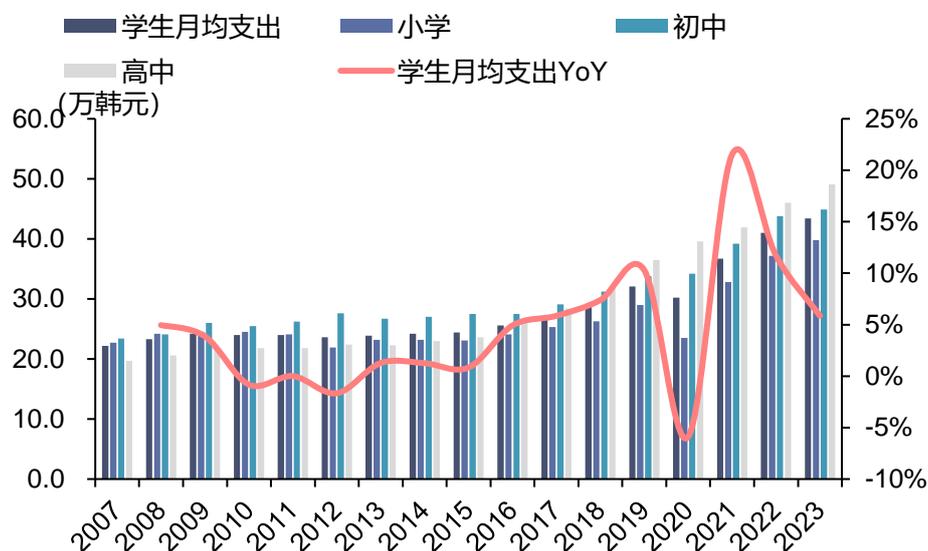
图 12 韩国课外培训参培学生月均支出及同比增速



资料来源: 韩国统计局, 信达证券研发中心

注: 2010 年数据未公布

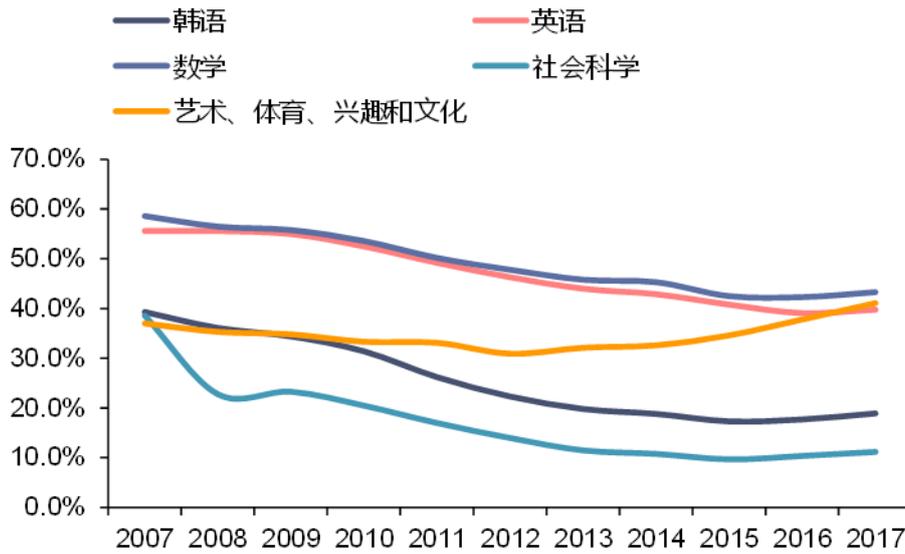
图 13 韩国课外培训学生月均支出及同比增速



资料来源: 韩国统计局, 信达证券研发中心

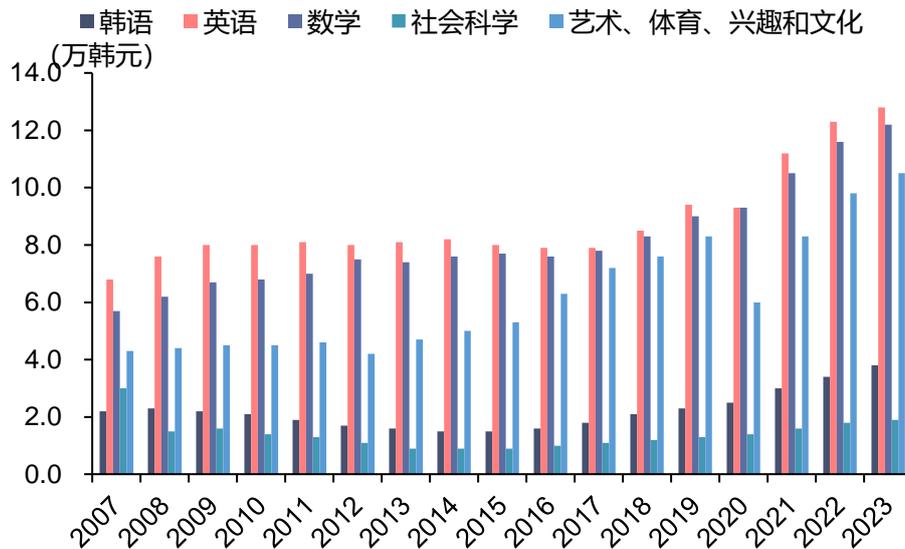
学科类参培率下滑, 非学科类参培提升, 数学、英语、非学科支出较高。07~17 年, 韩语、英语、数学等学科类培训参培率呈下降趋势; 艺体等非学科培训参培率从 13 年开始提升。从学生平均支出来看, 学科培训中数学、英语较高, 并持续增长; 艺体等非学科培训增速更快, 绝对值有赶超数学、英语之势。

图 14 韩国课外培训分学科参培率



资料来源：韩国统计局，信达证券研发中心

图 15 韩国课外培训分学科月均支出



资料来源：韩国统计局，信达证券研发中心

2.2 我国课外培训：政策边际向好，有望中长期繁荣

2.2.1 政策边际向好，非学科牌照提速

政策边际向好，静待高中学科&K9 非学科发力。24 年 2 月 8 日，教育部发布《校外培训管理条例（征求意见稿）》。首先，并未再次提及“双减”政策中“对面向普通高中学生的学科类培训机构的管理，参照本意见有关规定执行”，或意味着官方认可上市公司参与高中学科培训的合理性。此外，明确提到“校外培训按照学科类和非学科类实行分类管理”，K9 非学科培训有望持续展现较强需求。

非学科牌照进程按下“加速键”。24 年 4 月，北京明确加快实现非学科机构“应批尽批”，深圳福田区亦提到“尽

量优化流程，加快审核、加强辅导，对达到标准的教培机构应批尽批”。牌照加速审批，叠加旺盛的需求，有望在中长期带来线下非学科课外培训的繁荣。8月，湖南省教育厅发布《关于规范非学科类校外培训机构管理的通知》，促进非学科类校外培训机构规范有序发展。

表 4 2021 年 7 月 24 日《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》

核心要点	主要内容
坚持从严审批机构	各地不再审批新的面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构，现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构。对原备案的线上学科类培训机构，改为审批制； 对非学科类培训机构，各地要区分体育、文化艺术、科技等类别，明确相应主管部门，分类制定标准、严格审批； 学科类培训机构一律不得上市融资，严禁资本化运作。上市公司不得通过股票市场融资投资学科类培训机构，不得通过发行股份或支付现金等方式购买学科类培训机构资产。外资不得控股或参股学科类培训机构。
规范培训服务行为	建立培训内容备案与监督制度，制定出台校外培训机构培训材料管理办法。严禁超标超前培训，严禁非学科类培训机构从事学科类培训，严禁提供境外教育课程。 校外培训机构不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假组织学科类培训。 从事学科类培训的人员必须具备相应教师资格。
坚决压减学科类校外培训	对现有学科类培训机构重新审核登记，逐步大大压减，解决过多过滥问题
做好培训广告管控	中央有关部门、地方各级党委和政府要加强校外培训广告管理，确保主流媒体、新媒体、公共场所、居民区各类广告牌和网络平台等不刊登、不播发校外培训广告。
强化培训收费监管	坚持校外培训公益属性，将义务教育阶段学科类校外培训收费纳入政府指导价管理，科学合理确定计价办法，明确收费标准，坚决遏制过高收费和过度逐利行为。 对校外培训机构预收费进行风险管控，加强对培训领域贷款的监管，有效预防“退费难”、“卷钱跑路”等问题发生

资料来源：中国政府网，新华社，信达证券研发中心

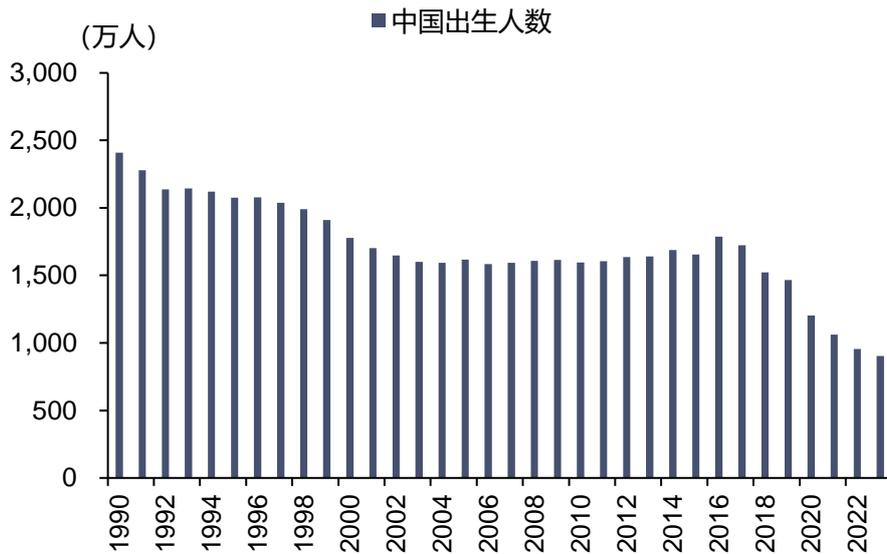
表 5 2024 年 2 月 8 日《校外培训管理条例（征求意见稿）》主要内容

核心要点	主要内容
校外培训分类管理	校外培训按照学科类和非学科类实行分类管理。具体分类办法由国务院教育行政部门会同科技、文化和旅游、体育等部门规定。
鼓励合理校外培训需求	鼓励、支持少年宫、科技馆、博物馆等各类校外场馆（所）开展校外培训，丰富课程设置、扩大招生数量，满足合理校外培训需求。 县级以上地方人民政府应当完善经费保障机制，通过多种方式，引入质量高、信用好的非学科类校外培训机构参与学校课后服务，满足学生多样化需求。

资料来源：中华人民共和国教育部官网，信达证券研发中心

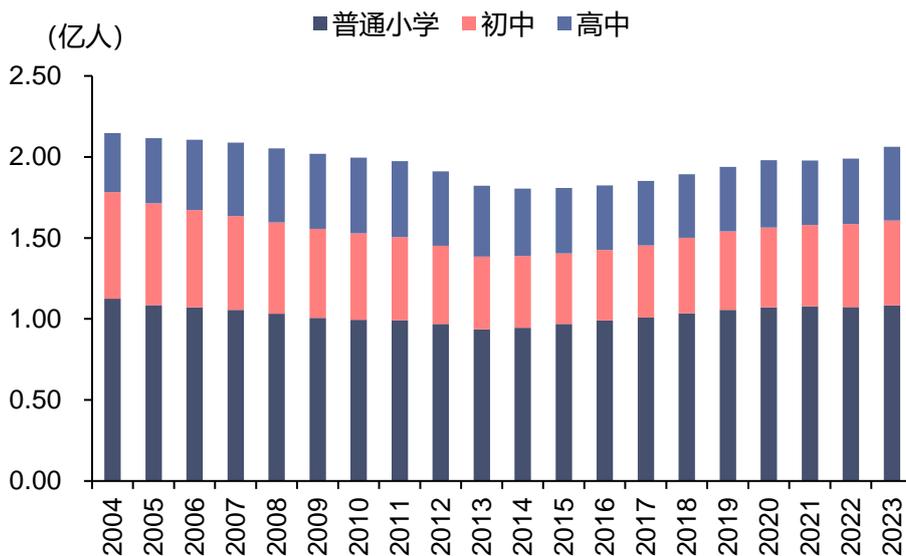
我国课外培训总规模有望在中长期持续增长。15~23 年，我国 K12 阶段在校生人数一直稳中有增。03~17 年，我国出生人口一直稳中有增，18 年开始下滑，以小学 6~11 岁、初中 12~14 岁、高中 15~17 岁的年龄段计算，小学/初中/高中在校生数或将从 2024/2030/2033 年开始下滑。对比韩国，小学/初中/高中在校生人数从 1981/1988/1990 年开始下滑，而课外培训总支出在 2009 年之前呈正增长趋势，这主要是由于不断提高了的参培率以及人均支出。因此，我们认为，即使小学在校生人数或将从 24 年开始下滑，在参培率提升和人均支出提高的共同作用下，课外培训总规模也有望在中长期持续增长。

图 16 我国出生人数



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 17 我国在校生数量



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

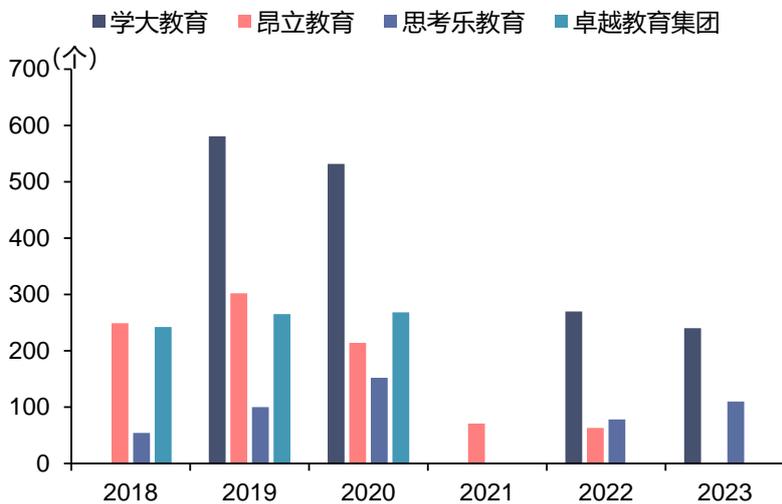
根据《中国教育财政家庭调查报告(2021)》,19年学科类培训的参与率为24.4%,小学/初中/高中的参与率分别为25.3%/27.8%/18.1%,非学科(兴趣类)培训的参与率为15.5%,小学/初中/高中的参与率分别为22.3%/9.6%/5.8%。“双减”发布后,小学和初中学科类培训停止,我们估计非学科培训在一定程度上具有替代效应,参与率较19年有望显著提升。但无论是高中学科类培训的参与率,还是非学科整体的参与率相比韩国仍较低,具有较大的提升空间。

2.2.2 扩张重启, 盈利能力有望提升

需求旺盛驱动&政策边际向好, 扩张重启。非学科培训牌照“应批尽批”的加快推进, 以及在K9非学科旺盛需

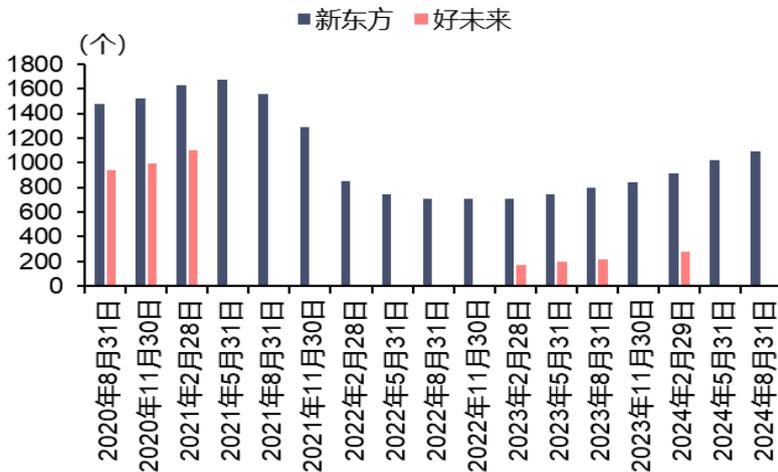
求的驱动下，新东方、好未来、思考乐、卓越、学大等公司重启扩张的节奏，在网点数量和单店经营面积的提升上考量。23年末，学大/昂立/思考乐/卓越网点数量恢复至“双减”政策前的65%/25%/45%/29%/95%/36%，截至24年8月底，新东方和好未来网点数量也分别恢复至“双减”政策前的65%/25%。我们估计，未来1个财年行业龙头公司有望以20~30%的速度扩张。

图 18 A股和港股课外培训公司网点数量



资料来源：学大教育，昂立教育，思考乐教育，卓越教育集团公司公告，信达证券研发中心

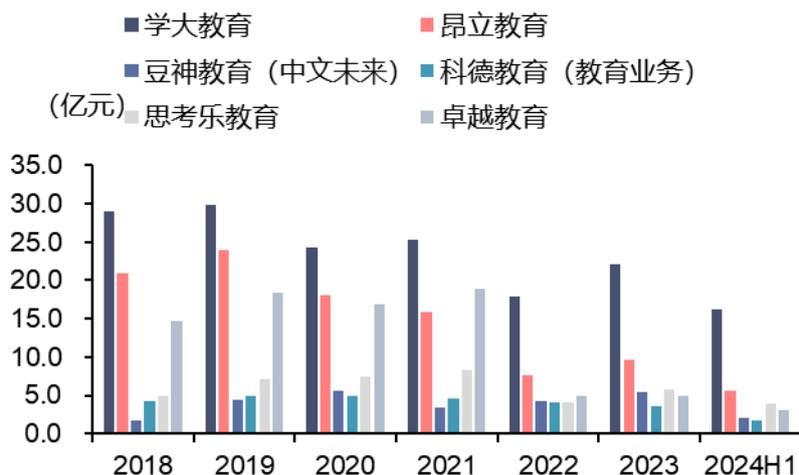
图 19 美股课外培训公司网点数量



资料来源：新东方教育集团公司公告，好未来公司公告，信达证券研发中心

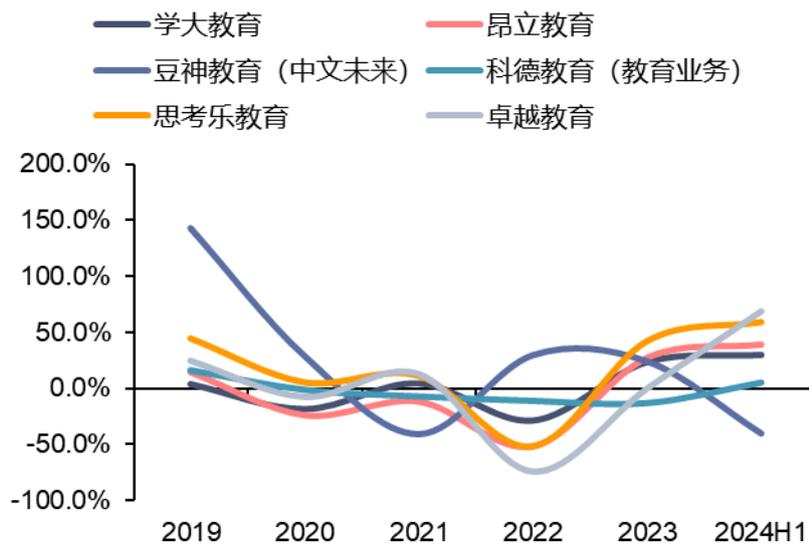
收入拐点已现。随着疫情结束以及政策边际优化，教培公司23年在收入端已经出现明显的拐点，学大、昂立、豆神旗下中文未来2023年收入增速超过20%，思考乐收入增速超过40%，科德的教育业务若剔除剥离课外培训业务的影响，收入增速亦超过20%。24年上半年，教培公司收入端仍保持高速增长，学大、昂立在24年上半年收入分别为29.4%与38.9%，思考乐与卓越收入同比增速超过50%。

图 20 A 股和港股课外培训公司收入（以人民币为单位）



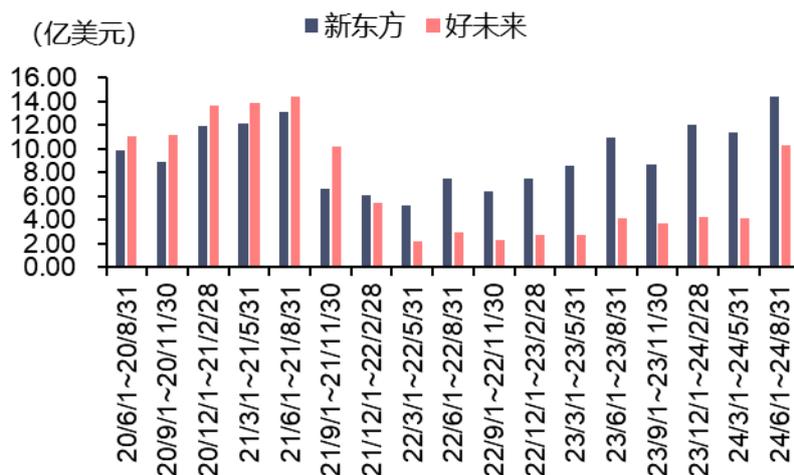
资料来源: 同花顺 iFind, 信达证券研发中心

图 21 A 股和港股课外培训公司收入同比增速



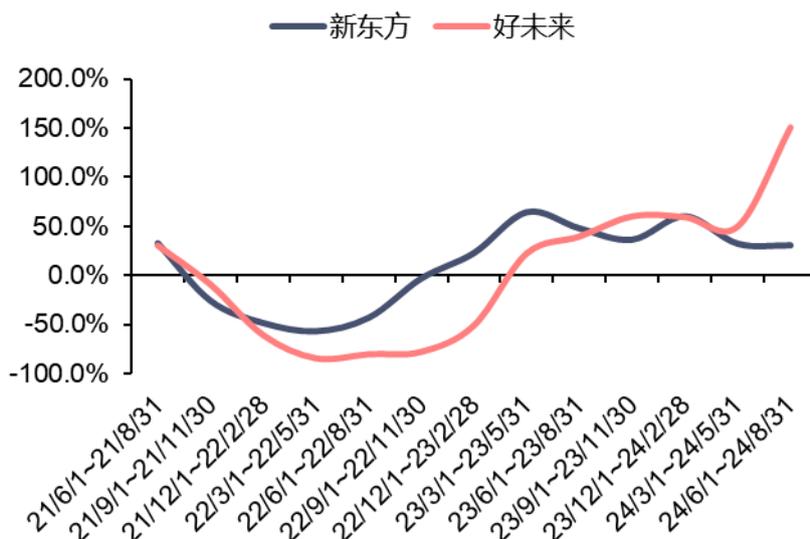
资料来源: 同花顺 iFind, 信达证券研发中心

图 22 美股课外培训公司收入



资料来源：同花顺 iFind, 信达证券研发中心

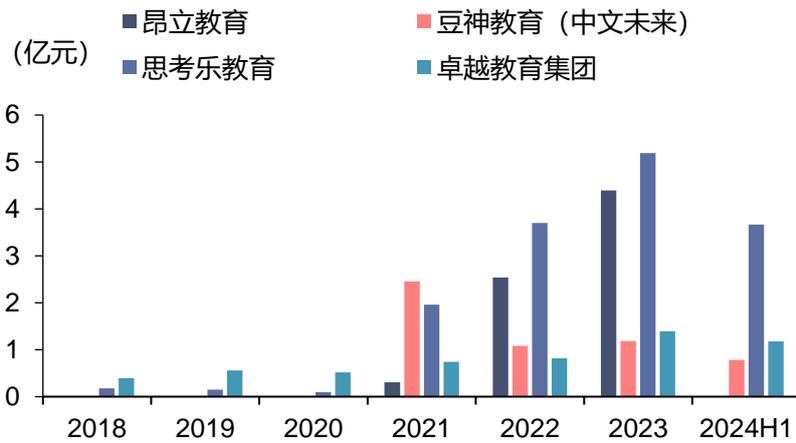
图 23 美股课外培训公司收入同比增速



资料来源：同花顺 iFind, 信达证券研发中心

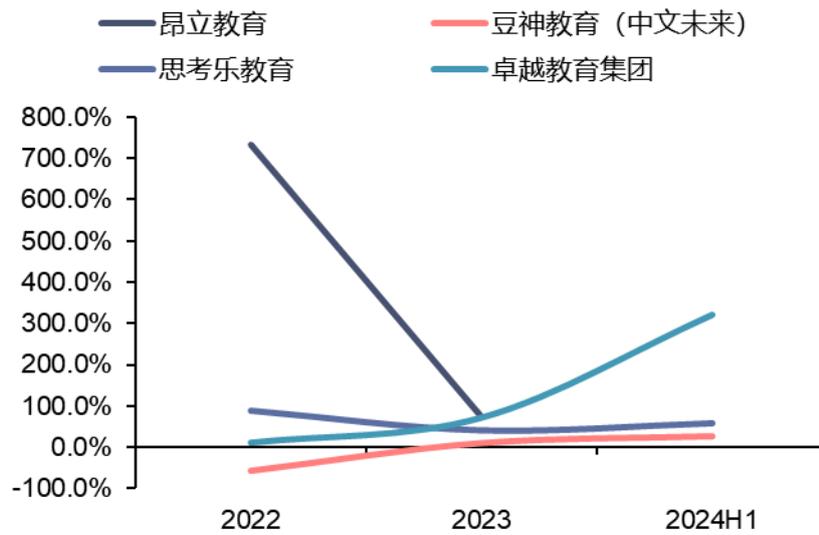
“双减”政策后，义务教育阶段非学科培训需求旺盛，而市场供给大量出清，存量机构充分受益。如 23 年昂立/思考乐/卓越素质教育收入增速高达 73%/40%/71%，非学科素质教育逐渐成为各培训公司主要收入来源。思考乐素质课程入读人数 22/23/24 年上半年分别同比增长 202%/38%/57%，新东方 Q3/Q4FY24/Q1FY25 非学科辅导报名人数同增 63%/39%/11%，我们认为非学科培训的旺盛需求具有较强的持续性，特别在义务教育阶段。

图 24 A 股和港股课外培训公司非学科素质教育收入（以人民币为单位）



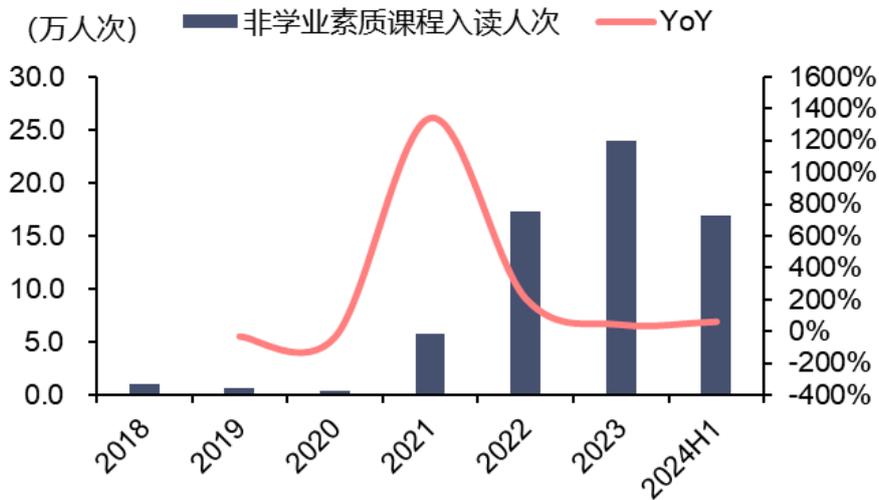
资料来源：昂立教育，豆神教育，思考乐教育，卓越教育集团公司公告，信达证券研发中心

图 25 A 股和港股课外培训公司非学科素质教育收入同比增速



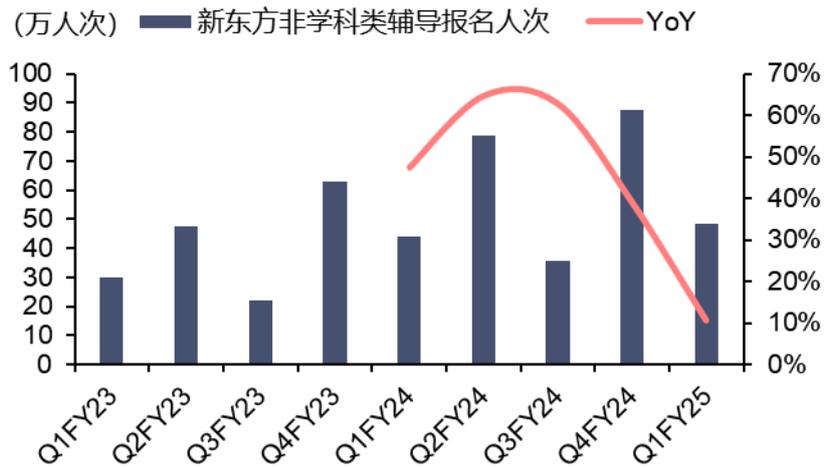
资料来源：昂立教育，豆神教育，思考乐教育，卓越教育集团公司公告，信达证券研发中心

图 26 思考乐教育非学科素质课程入读人数及同比增速



资料来源：思考乐教育公司公告，信达证券研发中心

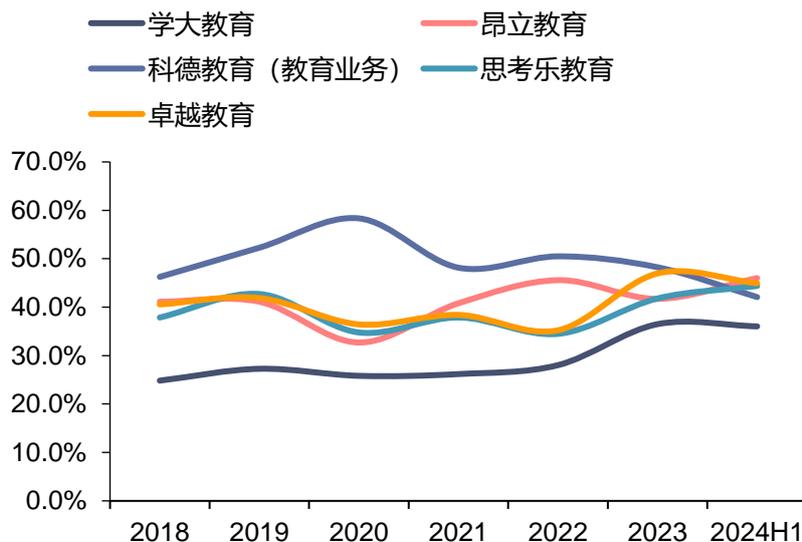
图 27 新东方非学科类辅导报名人数及同比增速



资料来源：新东方教育公司公告，信达证券研发中心

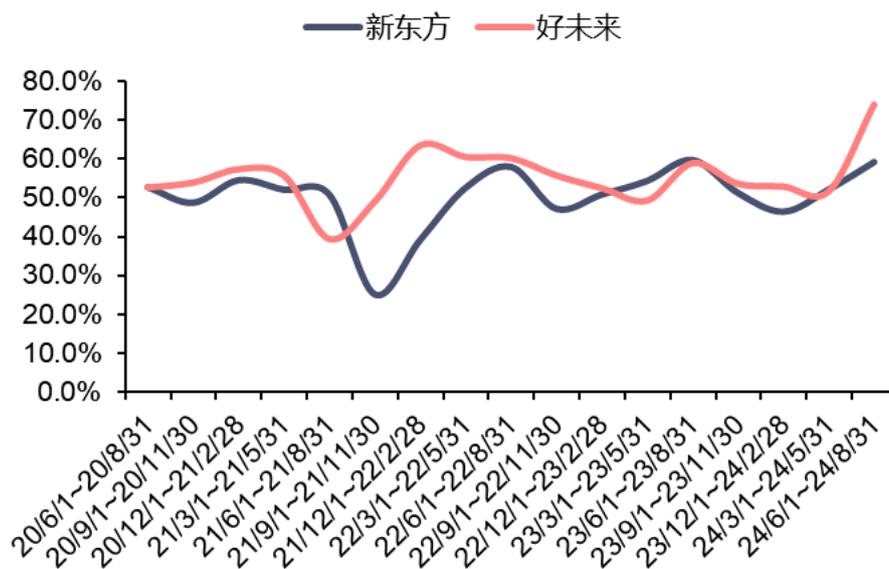
在市场需求旺盛&供给大量出清的背景下，教培公司的盈利能力得到显著提升。从毛利率来看，学大/思考乐/卓越教育的毛利率在 23 年和 24 年上半年显著提升，新东方的季度毛利率也呈同比提升趋势。从净利率来看，“双减”政策在 21 年造成一次性的利润影响后，22/23 年学大、科德教育业务、思考乐、卓越的净利率呈现逐年提升的趋势，已接近或超过“双减”之前的净利率水平，新东方（剔除东方甄选的影响）和好未来的季度净利率亦较“双减”前得到优化。

图 28 A 股和港股课外培训公司毛利率



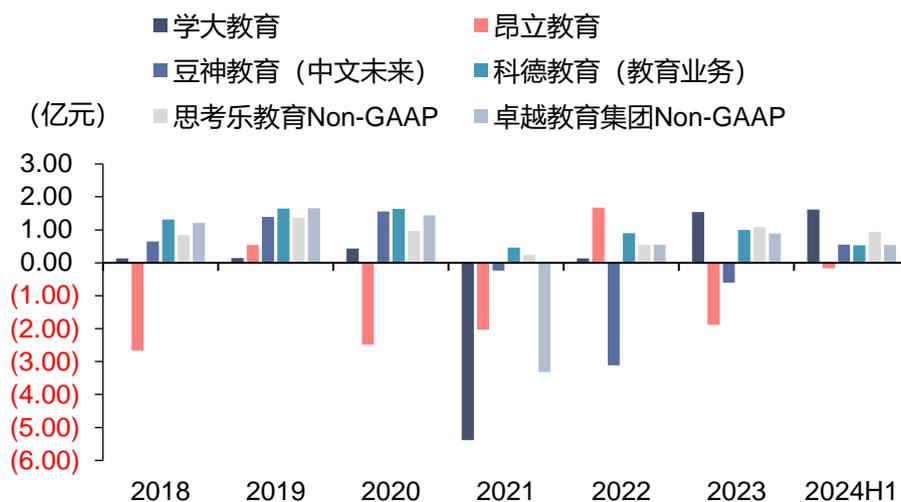
资料来源：学大教育，昂立教育，科德教育，思考乐教育，卓越教育集团公司公告，信达证券研发中心

图 29 美股课外培训公司毛利率



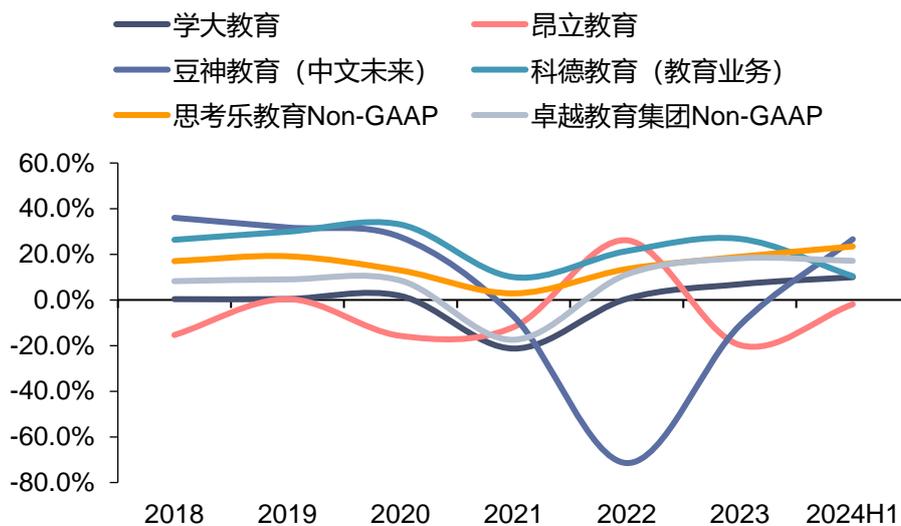
资料来源：新东方教育集团公司公告，好未来公司公告，信达证券研发中心

图 30 A 股和港股课外培训公司归母净利润



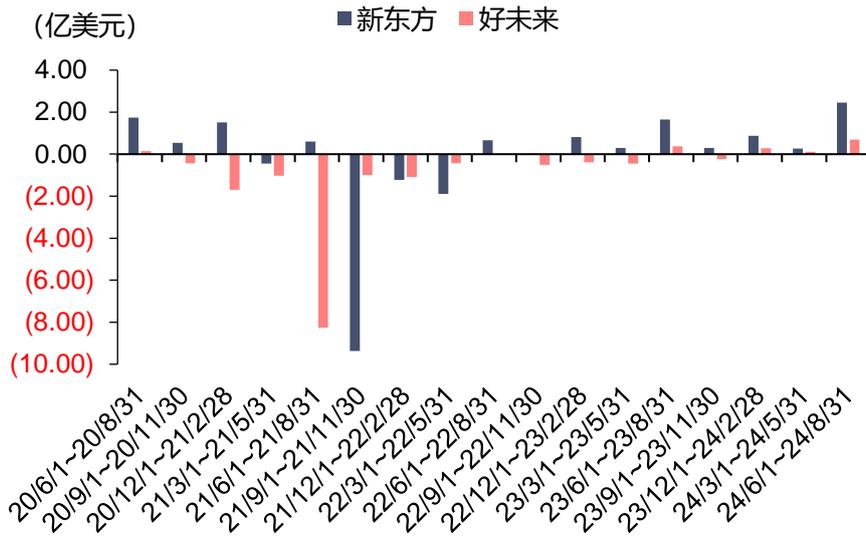
资料来源: 同花顺 iFind, 信达证券研发中心

图 31 A 股和港股课外培训公司净利率



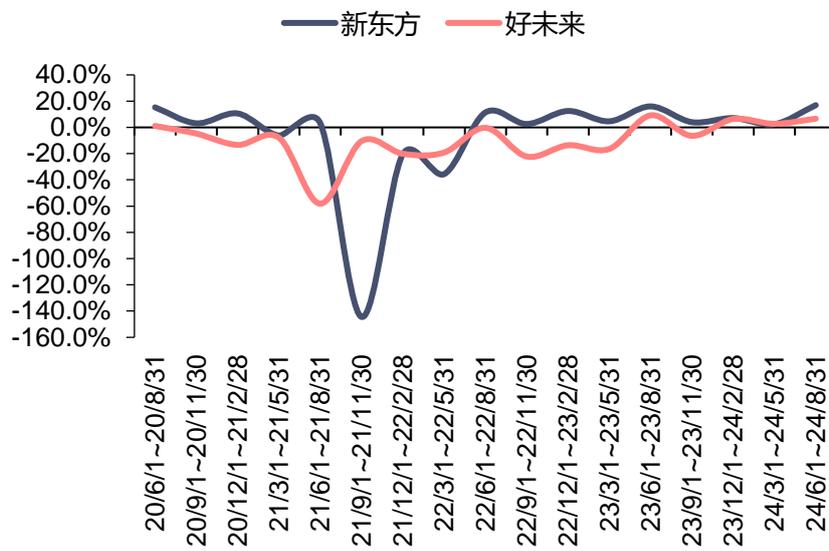
资料来源: 同花顺 iFind, 信达证券研发中心

图 32 美股课外培训公司归母净利润



资料来源: 同花顺 iFind, 信达证券研发中心

图 33 美股课外培训公司净利率



资料来源: 同花顺 iFind, 信达证券研发中心

三、招录培训：韩国集中度较高，我国有待提升

3.1 韩国招录培训：“公考热”持续 20 年，공단기曾垄断市场

3.1.1 报名人数在 95~16 年快速增长

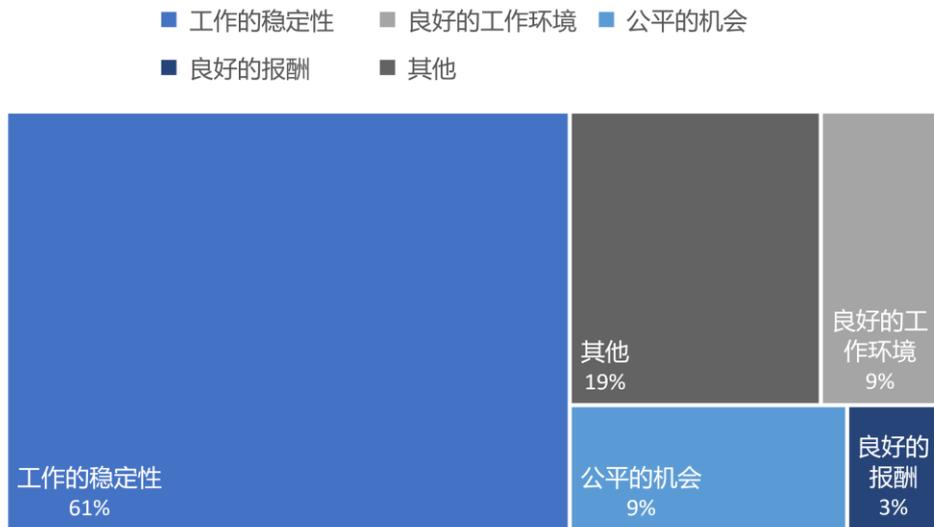
在韩国，公务员被称为“神的职业”，主要是由于“稳定性”。韩国每年报名参加 7 级和 9 级公务员考试的人数约占当年大学应届毕业生的 40% 以上。韩国年轻人对公务员岗位的追捧，主要是来源于工作的稳定性。根据《2016 年首尔青年资讯》显示，韩国大学毕业生参加公务员考试理由中，“工作的稳定性”占绝对优势，青年失业情况加剧，私营企业的雇佣不稳定的现象蔓延；其他的理由还包括“加班少等良好的工作环境”及“选拔过程中的公正性”。

图 34 7 级和 9 级公务员考试报名人数占韩国高等教育应届毕业生人数比例



资料来源：韩国统计局，韩国人事革新处，信达证券研发中心

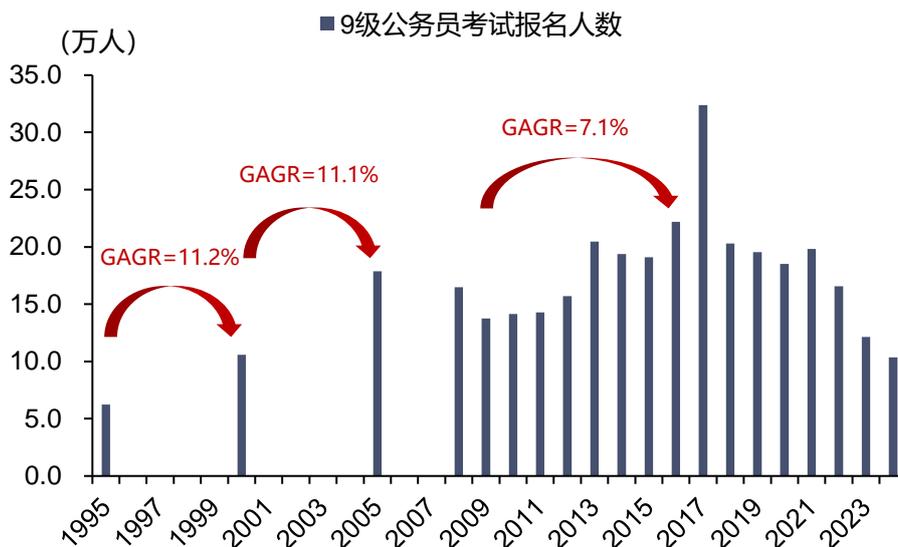
图 35 韩国大学毕业生参加公务员考试的理由



资料来源：2016 首尔青年信息学（青年统计分析和信息图构成），信达证券研发中心

韩国“公考热”持续了 20 年的时间。韩国公务员按级别分为 1~9 级，数字越大，级别越低，韩国政府采用公开招考的方式录用 5、7、9 级的公务员。韩国公务员考试报名人数在 95~16 年经历了快速增长期，以 9 级公务员考试为例，95~05 年，报名人数 CAGR 达到 11.1%，09~16 年，报名人数 CAGR 达到 7.1%，相当于 16 年报名人数约为 95 年的 3.6 倍。竞争激烈程度亦堪比“千军万马过独木桥”，08~17 年，9 级公务员考试平均通过率仅为 1~2%，7 级公务员考试平均通过率在 1% 左右。

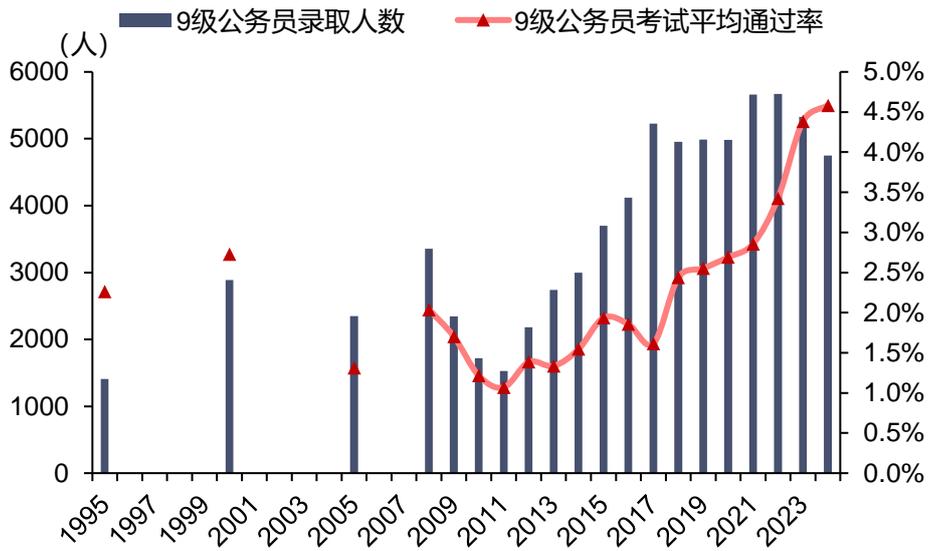
图 36 韩国 9 级公务员考试报名人数及复合增速



资料来源：韩国今日货币新闻网，韩国人事革新处，信达证券研发中心

注：2017 年补充招聘了一批公务员。

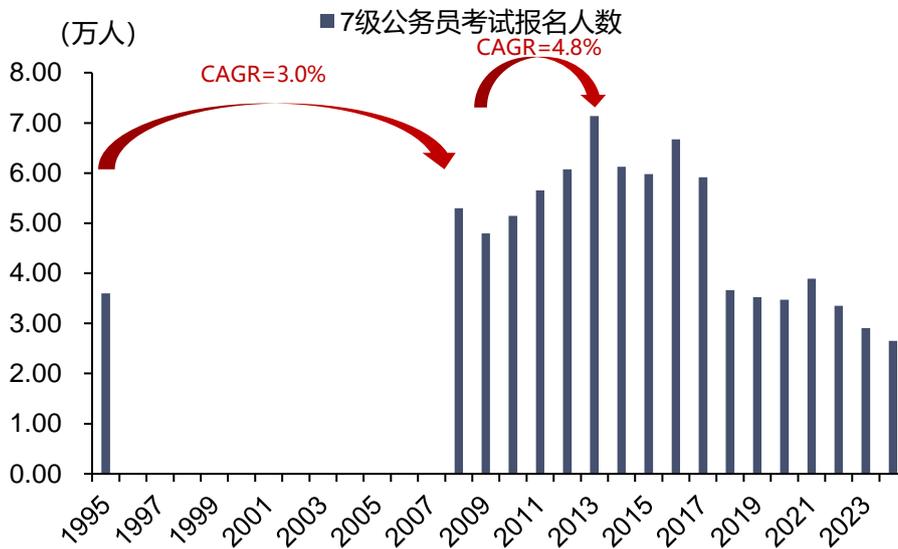
图 37 韩国 9 级公务员录取人数及平均通过率



资料来源：韩国今日货币新闻网，韩国人事革新处，信达证券研发中心

注：2017 年补充招聘了一批公务员。

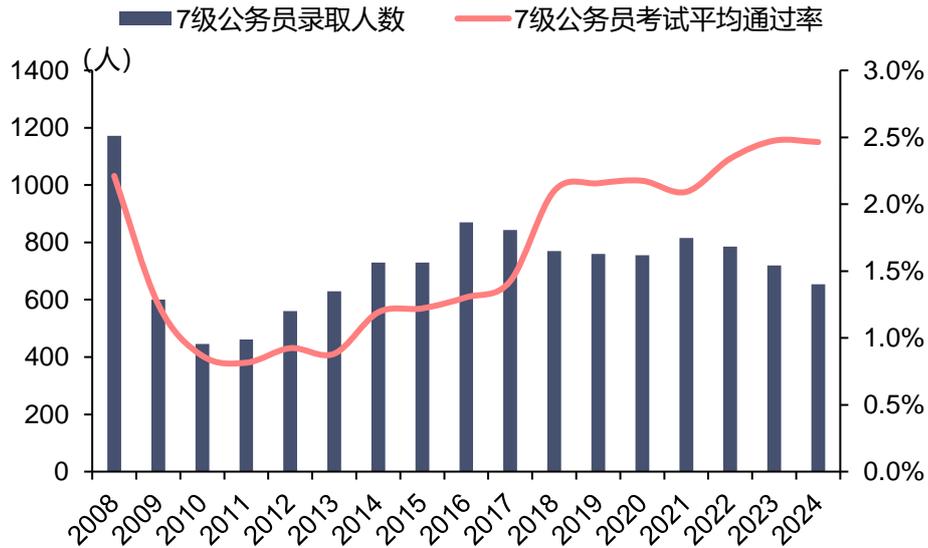
图 38 韩国 7 级公务员考试报名人数



资料来源：韩国中央人事委员会，韩国人事革新处，信达证券研发中心

注：2017 年补充招聘了一批公务员。

图 39 韩国 7 级公务员录取人数及平均通过率



资料来源：韩国中央人事委员会，韩国人事革新处，信达证券研发中心

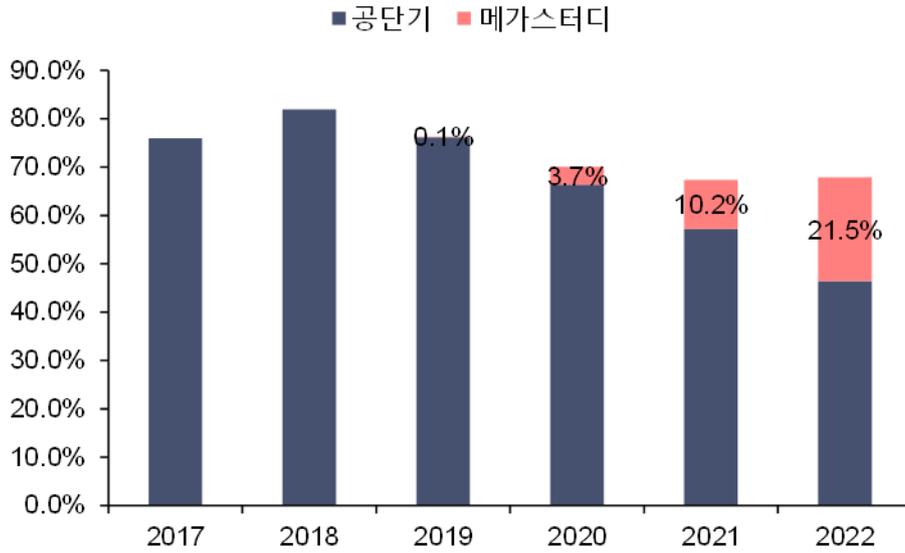
注：2017 年补充招聘了一批公务员。

3.1.2 竞争格局：공단기曾凭借“PASS”产品和名师一枝独秀

공단기借助“PASS”产品扩大份额，稳居 12~18 年绝对龙头。12 年以前，公务员考试培训市场以单科产品为主，即使是小机构，只要拥有 1~2 名名师就可以市场中拥有一席之地。12 年，공단기（韩国一家教育公司的名字）进入公务员考试培训市场，推出“PASS”产品，“PASS”产品是指购买一次就可以在一定期间内（终生/2 年/1 年等）无限听所有讲师的线上课程。在“PASS”产品的架构下，拥有各科目名师变得异常重要，因此拥有越多名师的机构，就在竞争中越有利。공단기以低价提供 PASS 产品，深受学生欢迎，分散在多个机构的名师也集中到공단기，实现正向循环。공단기借此迅速成长壮大，直到메가스터디进入之前，一直享有垄断地位，2018 年市场份额达到 81.9%。

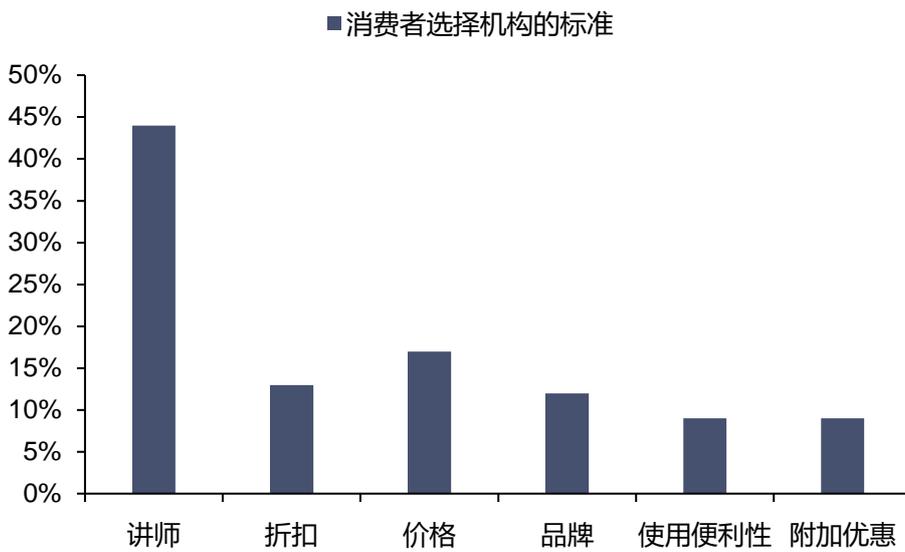
메가스터디 (Megastudy) 通过引进名师，迅速抢夺份额。메가스터디在 18 年 11 月进入公务员考试培训市场，从 20 年中期开始大幅引进공단기의名师。通过比공단기价格低和引进名师的战略成为공단기最有力的竞争对手，开始在公务员考试培训领域迅速发展。19 年开始，공단기市场份额收缩，메가스터디市场份额迅速提升，22 年达到 21.5%。

图 40 공단기와메가스터디市场份额



资料来源：韩国公平交易委员会，信达证券研发中心整理

图 41 韩国消费者选择公务员考试培训记过的标准



资料来源：韩国公平交易委员会，信达证券研发中心整理

小机构无名师，通过低价和销售招生。除了공단기와메가스터디之外，公务员考试培训市场还有一些中小机构玩家，以박문각、에듀윌、용감한컴퍼니(모두공)、윌비스、해커스这5家公司为代表，单个公司的市场份额大多在5%以下。这些公司由于没有名师，而只能采取低价、广告、营销战略。

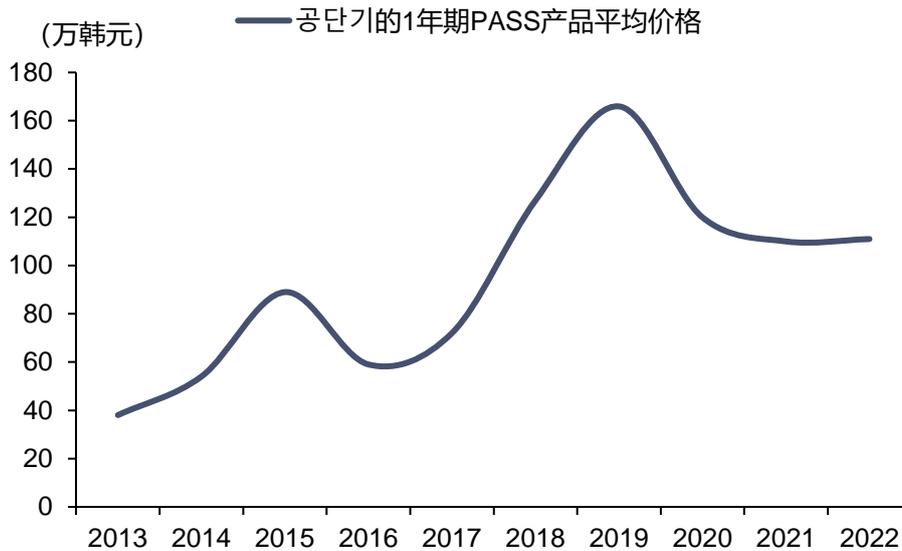
表 6 公务员考试培训行业中小机构份额

	A 公司	B 公司	C 公司	D 公司	E 公司
2017	0~5%	5~10%	0~5%	5~10%	0~5%
2018	0~5%	5~10%	0~5%	0~5%	0~5%
2019	5~10%	10~20%	0~5%	0~5%	0~5%
2020	10~20%	10~20%	0~5%	0~5%	0~5%
2021	10~20%	10~20%	0~5%	0~5%	0~5%
2022	10~20%	0~5%	0~5%	0~5%	0~5%

资料来源：韩国公平交易委员会，信达证券研发中心整理

竞争加剧影响客单价。PASS 产品刚上市的时候价格很低，只有 30 万韩元左右，可以听공단기所有讲师的线上课程，学生们迅速涌向공단기。随着공단기市场份额的提高，PASS 产品逐步提价，在 2019 年最高达到 285 万韩元（使用九级专用通行证购买一次可终生使用，满足条件可退的产品）。在메가스터디进入公务员考试培训市场后，공단기와메가스터디的竞争格局发生变化，공단기의 PASS 产品平均价格（使用九级专用通行证购买一次可使用 1 年，不可退的产品）也从 19 年的 166 万韩元降至 22 年的 111 万韩元。

图 42 공단기의 1 年期 PASS 产品平均价格



资料来源：韩国公平交易委员会，信达证券研发中心整理

3.2 我国招录培训：报名人数仍增长，头部机构受中小机构影响

3.2.1 公考报名人数持续增长

25 年国考报名、实际参加考试人数再创新高。25 年国考计划招录人数 3.97 万人、同增 0.3%，报名人数 341.6 万人、同增 12.6%，再创新高，实际参加考试人数 258.6 万人、同增 14.8%，弃考率进一步降低。25 年省考仅有个别省份发布公告，24 年省考计划招录人数 20 万人、同增 4%，省考报名人数 534 万人、同增 13%。我们估计，在当前的就业环境下，报考公务员热情有望持续提升，25 年省考有望复制国考的增长趋势。

图 43 我国公务员国考招录人数



资料来源：中公教育，新华网，中国新闻网，信达证券研发中心整理

图 44 我国公务员国考报名人数



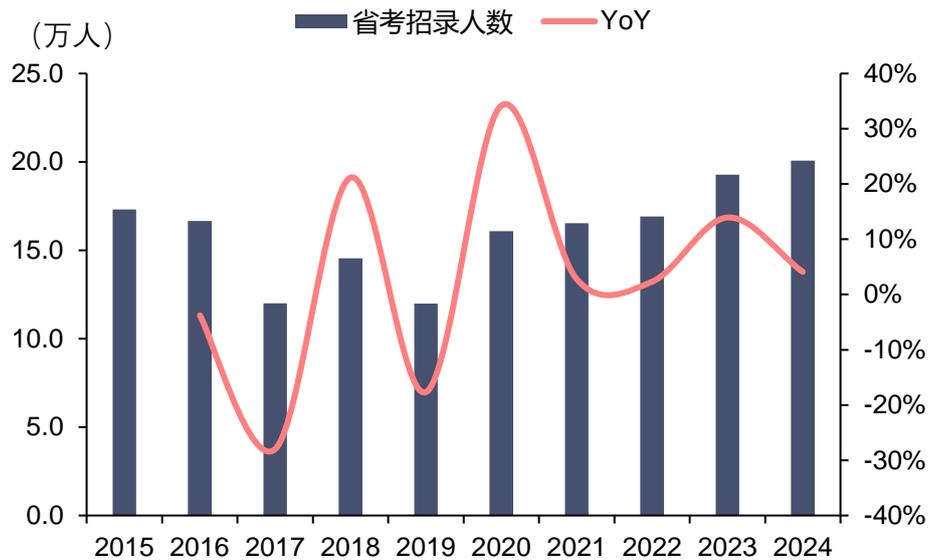
资料来源：中公教育，新华网，中国新闻网，信达证券研发中心整理

图 45 我国公务员国考实际参加考试人数



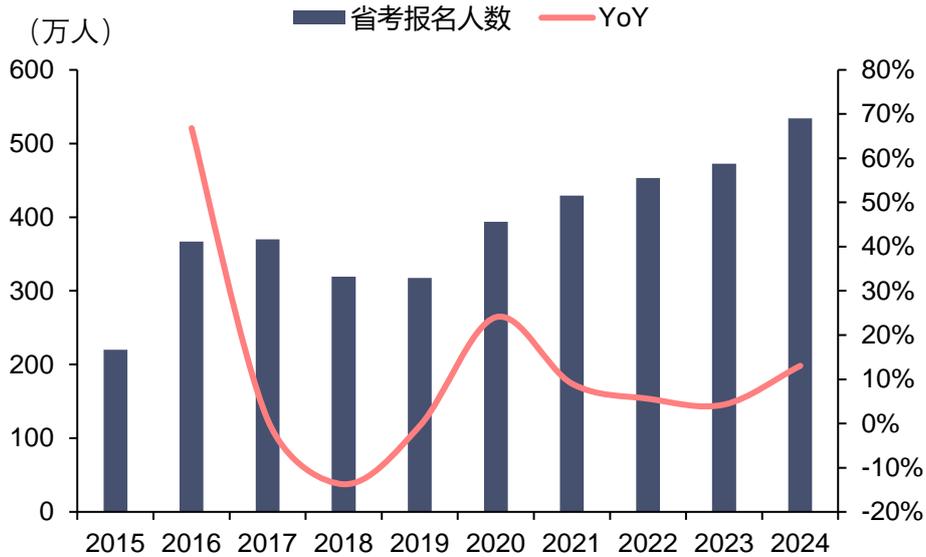
资料来源：人民网，中国新闻网，央视新闻客户端，央视网，新华网，中国共产党新闻网，中国网，澎湃新闻，信达证券研发中心整理

图 46 我国公务员省考招录人数



资料来源：中公教育，新华网，中国新闻网，信达证券研发中心整理

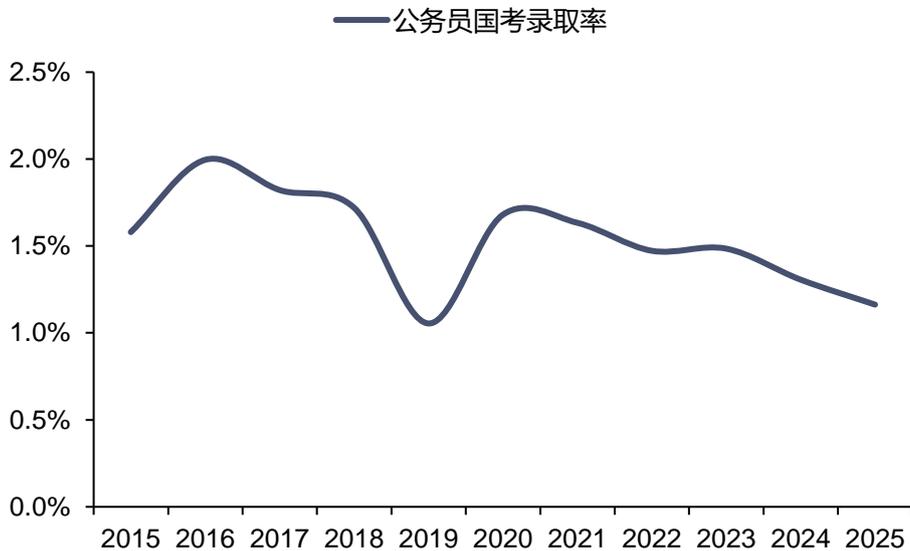
图 47 我国公务员省考报名人数



资料来源：中公教育，新华网，中国新闻网，信达证券研发中心整理

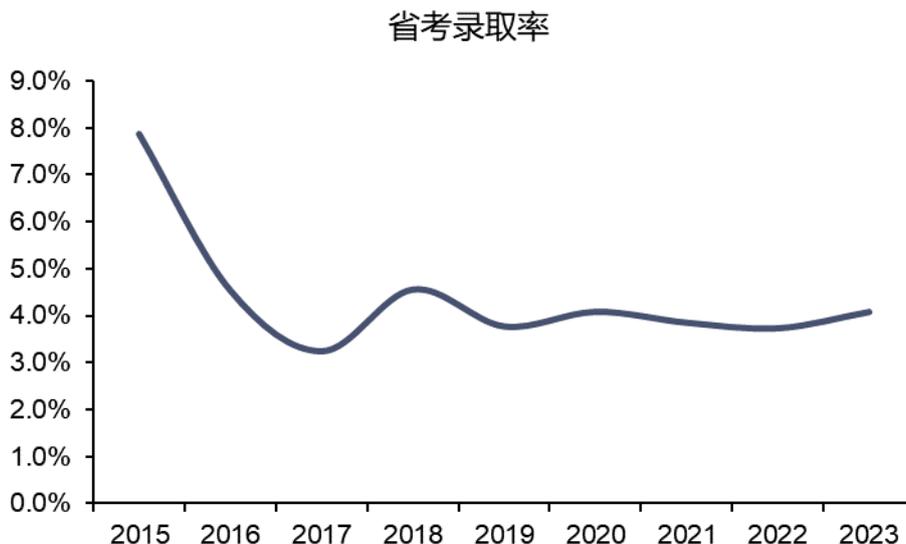
25 年国考录取率进一步降低。近年由于报名人数增速远超招录人数增速，录取率呈下降趋势，25 年国考的录取率同减 0.1pct 至 1.2%，近年省考录取率稳定在 3~4%。日趋激烈的竞争有望驱动参培意愿的提高。

图 48 我国公务员国考录取率



资料来源：中公教育，新华网，中国新闻网，信达证券研发中心整理

图 49 我国公务员省考录取率

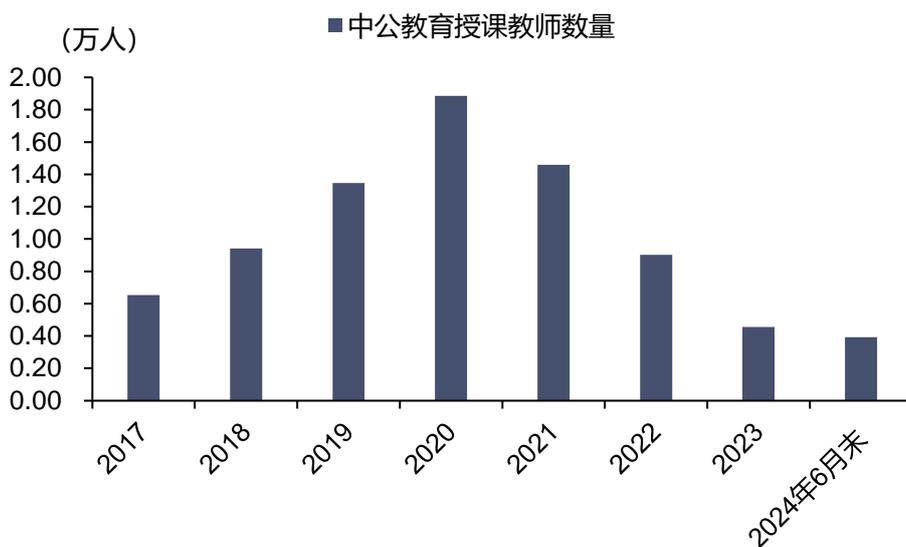


资料来源：中公教育，新华网，中国新闻网，信达证券研发中心整理

3.2.2 竞争格局：有望凭借头部机构主观能动性加速行业头部集中

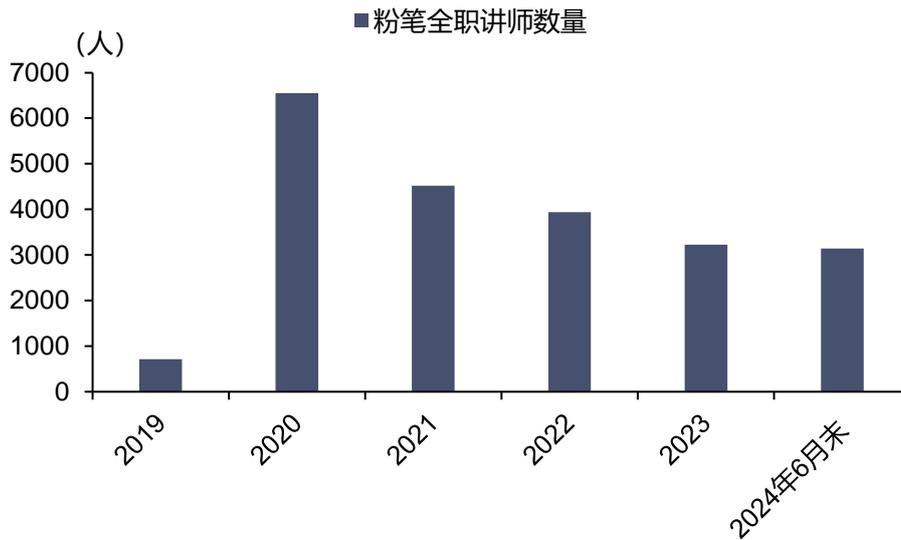
CR3 约为 25%，中小机构丛生。18~20 年头部机构处于快速发展期，教师数量急剧扩张，竞争格局趋于恶化，21 年开始，头部机构收缩线下布局，大量教师主动或被动离职，依托在头部机构积累的一些生源、教学教研成果开设地方性培训机构，导致中小机构数量大增。这些中小机构通常在教研教学、通过率等方面并不具备优势，却通过低价策略（特别是面试课程）能招到一些学生（特别是在当前宏观经济背景下）。同时，这些中小机构运营的灵活度较高，因此我们估计，部分中小机构仍能有一些盈利。根据我们的估算，23 年粉笔、华图、中公三家头部机构的市场份额都在 8~9%，CR3 约为 25%，市场集中度显著低于韩国公务员考试培训市场。

图 50 中公教育授课教师数量



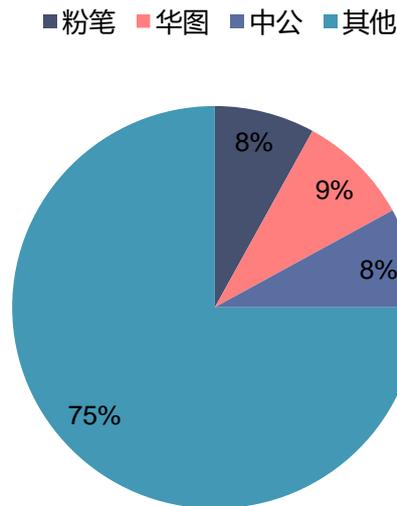
资料来源：中公教育公司公告，信达证券研发中心

图 51 粉笔全职讲师数量



资料来源：粉笔公司公告，信达证券研发中心

图 52 2023 年我国招录培训行业市场份额



资料来源：Wind，信达证券研发中心

虽然中小机构的出清慢于我们的预期，但中长期有望向头部集中。(1)从客观的角度，头部机构在教学教研等方面具有优势，而公务员、事业单位招聘是自然通过率较低的考试，大部分考生多次参加考试才能成功通过，因此有望逐步体会到头部机构的比较优势，进而不断正向强化头部机构的品牌效应。(2)从头部机构主观能动性的角度，推出一些类似于韩国“PASS”产品的相对低价、在一段时间内可以无限上课的教学产品，或有望加速中小机构的出清，驱动市场集中度的提升。

图 53 华图教育 2025 考编无限学课程介绍



2025年青海省编制类考试

2025考编直通 无限学课程

一课在手 编制我有
服务期至26年上半年最后一个考试结束

编制考试 随报随学

25省公务员 | 25上事业单位 | 25下事业单位

25教师招聘 | 25医疗卫生 | 26国家公务员

26军队文职 | 26省公务员 | 26选调生

26上事业单位 | 26教师招聘 | 26医疗卫生

每天授课时长

01 晨读 | 8:30-9:00

02 上午 | 9:00-12:00 (授课)

03 午休 | 12:00-14:00

04 下午 | 14:00-17:00 (授课)

05 晚课 | 17:00-19:00 (督学)

根据考试周期会有调整

两大优惠 助力公考

福利一：12月之前报名优惠 **7000**

福利二：25年上半年任意编制类考试上岸，

奖励奖学金 **6000**

专业教学 课程亮点

名师授课
汇集行业顶尖名师，教学经验丰富，授课风格生动有趣

考试全覆盖
25至26年全部编制类考试全覆盖，实力上岸，不留遗憾

系统课程
覆盖全科目，从基础到强化，全方位、多层次课程体系

好课不贵
两大优惠助力公考，享受大额优惠，学习无压力，专心只上岸

课程价格

非协议价格	首付价格	协议价格
26800元	17800 上岸补交19000	35800 未考上任意考试 退18000

任意编制考试进面后，额外赠送7天7晚面试

资料来源：青海华图教育微信公众号，信达证券研发中心

四、投资建议

课外培训：韩国在 80 年实施课外培训最严禁令后，从 81 年开始逐步放松非学科类的课外培训，随后陆续允许学困生、高三学生、初高中阶段的学生参加课外培训，培训时间也从假期逐步放宽到学期中。小学在校生人数从 81 年开始下滑，K12 阶段整体在校生人数从 83 年开始下滑，而课外培训总支出在 09 年之前呈正增长趋势，主要得益于不断提高的参培率以及不断增长的客单价。回到我国，同样经历着“双减”后的政策边际向好，参培率较韩国仍有较大提升空间，叠加客单价的稳步提升，我们认为，课外培训行业有望在中长期高景气，头部公司有望凭借恢复性快速扩张获取更大的份额。

招录培训：在宏观经济增速放缓及失业率提高的背景下，韩国公务员考试报名人数在 95-16 年经历了快速增长期，12 年以前，小机构只要拥有 1-2 名名师就可以市场中拥有一席之地，12 年，공단기 进入公务员考试培训市场，以低价提供 PASS 产品，深受学生欢迎，分散在多个机构的名师也集中到공단기，借此迅速成长壮大，19 年之前一直享有垄断地位（18 年市场份额达到 81.9%）。回到我国，同样处在公务员报名人数持续增长的时期，而中小机构数量大增、出清缓慢，影响头部公司的客单价和招生，与韩国 12 年以前的竞争格局类似，我们认为，招录培训行业头部集中是大势所趋，从客观角度，头部机构的品牌效应可以正向循环，从主观能动性的角度，推出一些类似于韩国“PASS”产品的相对低价、在一段时间内可以无限上课的教学产品，有望加速中小机构的出清。

建议重点关注：课外培训（科德教育、学大教育、新东方、好未来、思考乐教育、卓越教育集团、昂立教育、豆神教育等）、招录培训（粉笔、华图山鼎、中公教育）及高股息（行动教育、中教控股等）。

表 7 A 股教育行业估值表

公司	股价（元/股）	EPS				PE			
		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
豆神教育	9.83	0.02	0.06	0.10	0.16	492	164	98	61
盛通股份	8.82	0.01	0.04	0.10	0.18	882	221	88	49
传智教育	12.47	0.04	(0.10)	0.03	0.15	312	-	416	83
科德教育	16.04	0.42	0.49	0.60	0.75	38	33	27	21
昂立教育	14.58	(0.66)	0.12	0.58	0.78	-	122	25	19
行动教育	36.50	1.86	2.25	2.71	3.27	20	16	13	11
凯文教育	5.89	(0.08)	0.01	0.05	0.09	-	589	118	65
华图山鼎	81.40	(0.65)	1.87	2.99	3.84	-	44	27	21

资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：EPS 使用 Wind 一致预期，股价使用 2024 年 12 月 12 日收盘价。

表 8 港股教育行业估值表

公司	股价（港元/股）	EPS（人民币）				PE			
		FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
粉笔	2.76	0.08	0.2	0.24	0.3	32	13	11	9
思考乐教育	5.17	0.15	0.32	0.43	0.56	32	15	11	9
卓越教育集团	3.69	0.12	0.2	0.34	0.43	29	17	10	8
中教控股	3.66	0.55	0.16	0.77	0.84	6	21	4	4

资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：EPS 使用 Wind 一致预期，汇率使用 1 港元=0.93 元人民币，中教控股 2024 财年 EPS 已披露实际值，股价使用 2024 年 12 月 12 日收盘价

五、风险因素

教育行业的政策风险： 课外培训政策边际向好，但仍具有不确定性。

扩张不及预期的风险： 校区扩张不及预期，或将限制学生人数和收入的增长。

宏观经济对教育行业的影响： 若宏观经济持续偏弱，或将影响消费意愿，包括在教育方面的消费支出意愿。

竞争格局变化的风险： 若中小机构数量持续增加，或将影响头部机构的招生、客单价和盈利能力。

研究团队简介

范欣悦，CFA，曾任职于中泰证券、中银国际证券，所在团队 2015 年获得新财富第三名、2016 年获得新财富第四名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业，本科毕业于复旦大学金融专业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入：股价相对强于基准15%以上；	看好：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准5%~15%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。