

## “三维共振”未来可期，AI+教育助力估值提升

推荐

维持评级

► **“双减”加速行业供给出清，教育公司证券化受阻。**“双减”带来了行业政策推动型供给侧出清，行业龙头采取收缩战略，中小机构大多关停并转，到 2022 年 2 月线下机构压减率为 92.14%，线上机构压减率为 87.07%。《实施条例》对集团化办学和关联交易做出严格限制，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制义务教育学校，不得通过关联交易转移利润，这意味着以资本为导向，并通过资产证券化方式退出的教育投资将受到显著影响，资本对教育行业投资热度消退。国家鼓励职业教育，产教融合或成趋势，且政策支持职普融合，创新设立职教高考制度，职教的职业性和高考性兼具，增强了学生的可选择性。

► **中高考+素质教育迎机遇，AI+教育站上风口。**受“二胎”政策放开和“龙宝”的到来，2011-2017 年我国迎来生育小高峰。新生儿人口规模决定新生数量，预计我国将迎来中高考“黄金十年”，中高考市场有望持续增长。同时，素质教育在“双减”后得到快速发展，艺体、STEAM、营地、研学等百花齐放，市场有望在 2027 年突破万亿规模。教育行业进入存量竞争+剩者为王阶段，行业龙头+区域龙头+名师工作室+有升学通道机构是当前行业的主要参与者，我们认为经历了“双减”没有“跑路”，“活下来”的教育公司都具有竞争力，能够享受时代红利。国家政策支持 AI+教育，行业龙头、区域龙头有望受益 AI+教育的市场风口。

► **行业政策边际改善，教育需求持续释放。**2024 年以来，教育行业政策边际改善。《条例》的主基调是“如何发展”、“规范发展”和“健康发展”，而不是“严禁”、“不得”和“禁止”等；《办法》最大亮点在于高中学科培训不再参照“双减”执行，且允许高中阶段培训机构选择营利性，满足家长和学生的合理教育需求。教育需求是刚性需求，在“早培”、“丘班”、“三公”、“旦旦营”等拔尖人才培养、强基计划等带动下，教育需求快速释放。教育行业呈现剩者为王的特点，教育上市公司成为此轮教育市场复苏的最主要的受益者，使用权资产、租赁负债、合同负债、经营性净现金流、营业收入、净利润等财务指标大幅改善，业绩加速释放。

► **投资建议：“三维共振”未来可期，AI+提升估值空间。**我们认为教育行业迎来政策边际改善、行业供给出清、行业需求释放的“三维共振”，估值优势日益显著。同时，教育行业是 AI 重要应用场景，AI+教育崛起有望提升行业估值空间。我们认为教育行业配置正当时，维持行业“推荐”评级，重点推荐凯文教育（国际学校“第一股”，积极布局 AI+教育）、华图山鼎（公考线下“新龙头”，业绩有望加速释放）、学大教育（“个性化”教培龙头，受益中高考需求释放）、行动教育（实效管理“第一股”，“一体两翼”战略发力），审慎推荐科德教育（油墨龙头战略转型，AI+教育值得期待）、昂立教育（沪上全科教培龙头，战略转型前景可期）。

► **风险提示：**政策变动、行业竞争加剧、招生不及预期、业绩释放缓慢等风险。  
**重点公司盈利预测、估值与评级**

| 代码     | 简称   | 股价<br>(元) | EPS (元) |       |       | PE (倍) |       |       | 评级   |
|--------|------|-----------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|------|
|        |      |           | 2024A   | 2025E | 2026E | 2024A  | 2025E | 2026E |      |
| 002659 | 凯文教育 | 4.68      | -0.06   | 0.07  | 0.16  | -      | 67    | 29    | 推荐   |
| 300492 | 华图山鼎 | 90.1      | 0.38    | 2.3   | 2.89  | 237    | 39    | 31    | 推荐   |
| 000526 | 学大教育 | 50.59     | 1.47    | 2.11  | 2.54  | 34     | 24    | 20    | 推荐   |
| 605098 | 行动教育 | 35.58     | 2.25    | 2.79  | 3.29  | 16     | 13    | 11    | 推荐   |
| 300192 | 科德教育 | 15.13     | 0.44    | 0.48  | 0.51  | 34     | 32    | 30    | 审慎推荐 |
| 600661 | 昂立教育 | 9.90      | -1.7    | 0.13  | 0.34  | -      | 77    | 30    | 审慎推荐 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测，（备注：股价为 2025 年 5 月 30 日收盘价）



分析师 苏多永

执业证书：S0100524120001

邮箱：suduoyong@mszq.com

# 目录

|                                 |           |
|---------------------------------|-----------|
| <b>1 “双减”加速供给出清，教育公司证券化受阻</b>   | <b>3</b>  |
| 1.1 “双减”政策强势来袭，校外培训供给出清         | 3         |
| 1.2 民促法修法一波三折，教育公司证券化受阻         | 4         |
| 1.3 政策支持职业教育，产教融合或成趋势           | 6         |
| 1.4 职普融合获政策支持，创新设立职教高考制度        | 8         |
| <b>2 中高考+素质教育迎机遇，AI+教育站上风口</b>  | <b>10</b> |
| 2.1 “二胎”放开人口红利再现，中高考迎来“黄金十年”    | 10        |
| 2.2 素质培训强势崛起，升学培训需求强劲           | 11        |
| 2.3 行业竞争格局生变，存量竞争+剩者为王          | 13        |
| 2.4 AI+教育政策持续加码，教育龙头有望充分受益      | 14        |
| <b>3 行业政策边际改善，教育需求持续释放</b>      | <b>17</b> |
| 3.1 行业政策边际改善，教培规范发展可期           | 17        |
| 3.2 教育需求呈现刚性，早培择校加速需求释放         | 18        |
| 3.3 剩者为王跑马圈地，业绩有望加速释放           | 22        |
| 3.4 收现比高现金流好，负债率低盈利能力强          | 24        |
| <b>4 “三维共振”未来可期，AI+教育提升估值空间</b> | <b>26</b> |
| 4.1 “三维共振”未来可期，趋势性机会有望来临        | 26        |
| 4.2 估值整体处于较低水平，教育+AI助力估值提升      | 27        |
| 4.3 投资建议：“三维共振”+AI助力，行业配置正当时    | 28        |
| <b>5 风险提示</b>                   | <b>35</b> |
| <b>插图目录</b>                     | <b>36</b> |
| <b>表格目录</b>                     | <b>36</b> |

# 1 “双减”加速供给出清，教育公司证券化受阻

## 1.1 “双减”政策强势来袭，校外培训供给出清

为了有效减轻校内作业负担和校外培训负担（俗称“双减”），促进学生身心健康，国家出台持续的规范政策。2021年4月教育部印发《关于加强义务教育学校作业管理的通知》，将禁止留作业作为校外培训机构日常监管的重要内容，切实避免“校内减负、校外增负”现象。2021年7月中共中央、国务院联合印发《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》，有效减轻义务教育阶段学生过重作业负担和校外培训负担，全面规范校外培训机构。同月，教育部印发《关于进一步明确义务教育阶段校外培训学科类和非学科类范围的通知》，明确义务教育阶段校外培训学科类和非学科类，避免执法不严和机构“伪装”行为。此后，教育部等多部门又出台了配套政策，如2021年9月教育部印发《关于坚决查处变相违规开展学科类校外培训问题的通知》，2021年11月教育部等八部委印发《关于做好校外培训广告管控的通知》等，“双减”政策强势来袭，对校外培训行业产生深远影响。

**表1：近年来我国出台的“双减”政策一览表**

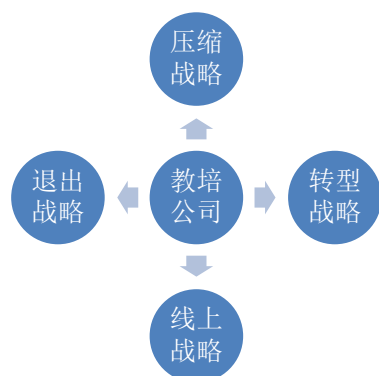
| 发布时间       | 发布单位     | 政策名称                             | 主要内容                                    |
|------------|----------|----------------------------------|-----------------------------------------|
| 2023年8月23日 | 教育部      | 《校外培训行政处罚暂行办法》                   | 明确处罚主体，提升执法能力，切实解决校外培训执法边界不清、依据不充分等难点问题 |
| 2023年7月24日 | 教育部      | 全国校外教育培训监管与服务综合平台正式上线            | 推出“校外培训家长端”APP，提供全国统一校外培训官方购课服务         |
| 2022年1月5日  | 教育部      | 《关于认真做好寒假期间“双减”工作的通知》            | 巩固“双减”工作成果，严防校外培训旧态重演                   |
| 2021年11月3日 | 教育部等八部委  | 《关于做好校外培训广告管控的通知》                | 不区分学科类、非学科类，不得发面向中小学（含幼儿园）的校外培训广告       |
| 2021年9月8日  | 教育部      | 《关于坚决查处变相违规开展学科类校外培训问题的通知》       | 严厉打击校外学科培训，坚决查处学科类校外培训隐形变异问题            |
| 2021年7月28日 | 教育部      | 《关于进一步明确义务教育阶段校外培训学科类和非学科类范围的通知》 | 明确义务教育阶段校外培训学科类和非学科类范围                  |
| 2021年7月24日 | 中共中央、国务院 | 《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》  | 有效减轻义务教育阶段学生过重作业负担和校外培训负担，全面规范校外培训机构    |
| 2021年4月26日 | 教育部      | 《关于加强义务教育学校作业管理的通知》              | 将禁止留作业作为校外培训机构日常监管的重要内容，切实避免“校内减负、校外增负” |

资料来源：中共中央，国务院，教育部等，民生证券研究院

“双减”政策带来教培行业供给侧出清。(1) 行业龙头公司、区域龙头采取主动收缩战略以应对政策冲击，如好未来、新东方、学大教育、昂立教育、卓越教育

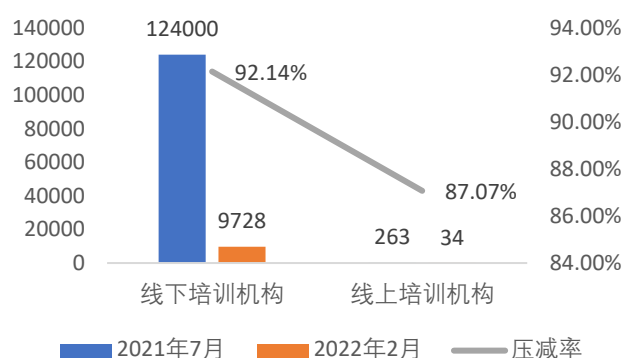
等，2021-2022 年线下教学网点快速下降；(2) 战略转型，积极拥抱素质教育和职业教育，从教育政策导向看，国家鼓励素质教育和职业教育，大部分教培机构及 K12 教育公司采取了主动拥抱素质教育，并向职业教育转型的发展战略，如昂立教育、凯文教育等；(3) 部分教培公司关闭线下教学网络，全面转向线上，如豆神教育等；(4) 大部分中小教培机构及个别细分龙头采取“退出”战略，造成“消课难、退费难”等现象，这部分公司基本退出了教培行业。受此影响，教培机构大幅下降。根据教育部校外教育培训监管司有关负责人介绍，截至 2022 年 2 月，原 12.4 万个线下校外培训机构压减到 9728 个，压减率为 92.14%；原 263 个线上校外培训机构压减到 34 个，压减率为 87.07%。

图1：“双减”下教培公司的战略选择



资料来源：证券时报、上市公司公告，民生证券研究院

图2：“双减”政策对行业的影响及冲击（家）



资料来源：教育部、新京报等，民生证券研究院（备注：右轴为线下、线上培训机构压缩率指标）

## 1.2 民促法修法一波三折，教育公司证券化受阻

2002 年 12 月全国人大审议常委会通过了《民办教育促进法》(以下简称“民促法”), 推动了社会力量办学, 维护了举办人、民办学校、民办师生的合法权益, 深化了教育领域综合改革, 促进了民办教育事业的蓬勃发展, 涌现了一大批具有竞争力的民办教育集团公司, 如新东方、好未来、学大教育等。但民办教育有个先天性缺陷——民非法人, 即很多民办教育机构是非营利企业, 优质的教育公司无法国内上市, 大多奔赴美国、中国香港等资本市场进行 IPO。因此, 民促法修法呼声渐起。2013 年 6 月、2016 年 11 月和 2018 年 12 月全国人大常委会对民促法进行了三次修订, 修订后的民促法允许举办者自主选择设立营利性或者非营利性学校, 但义务教育阶段学校不得选择营利性; 营利性学校举办者可以取得办学收益, 非营利性学校不得取得办学收益, 办学结余全部用于办学。民促法修法整体一波三折, 虽然实行了分类管理, 并以负面清单形式开放了营利性民办学校的准入, 但在实际操作过程中较难实现: (1) 义务教育学校不允许选择营利性, 对于 K12 学校



(以国际学校为主)，基本上很难选择营利性；(2) 即使符合选择营利性学校基本要件，但土地、税收、人员等都将成为存量民办学校选择营利性的约束性条件，转营利性绝非易事；(3) 即使符合转营利性的一切条件，民办学校转营利性还受主管部门审批影响，到目前为止，转营利性民办学校的整体较少。

**表2：近年来我国出台的“双减”政策一览表**

| 发布时间       | 发布单位     | 政策名称                             | 主要内容                                    |
|------------|----------|----------------------------------|-----------------------------------------|
| 2023年8月23日 | 教育部      | 《校外培训行政处罚暂行办法》                   | 明确处罚主体，提升执法能力，切实解决校外培训执法边界不清、依据不充分等难点问题 |
| 2023年7月24日 | 教育部      | 全国校外教育培训监管与服务综合平台正式上线            | 推出“校外培训家长端”APP，提供全国统一校外培训官方购课服务         |
| 2022年1月5日  | 教育部      | 《关于认真做好寒假期间“双减”工作的通知》            | 巩固“双减”工作成果，严防校外培训旧态重演                   |
| 2021年11月3日 | 教育部等八部委  | 《关于做好校外培训广告管控的通知》                | 不区分学科类、非学科类，不得发面向中小学（含幼儿园）的校外培训广告       |
| 2021年9月8日  | 教育部      | 《关于坚决查处变相违规开展学科类校外培训问题的通知》       | 严厉打击校外学科培训，坚决查处学科类校外培训隐形变异问题            |
| 2021年7月30日 | 教育部      | 《关于进一步明确义务教育阶段校外培训学科类和非学科类范围的通知》 | 明确义务教育阶段校外培训学科类和非学科类范围                  |
| 2021年7月24日 | 中共中央、国务院 | 《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》  | 有效减轻义务教育阶段学生过重作业负担和校外培训负担，全面规范校外培训机构    |
| 2021年4月26日 | 教育部      | 《关于加强义务教育学校作业管理的通知》              | 将禁止留作业作为校外培训机构日常监管的重要内容，切实避免“校内减负、校外增负” |

资料来源：中共中央，国务院，教育部等，民生证券研究院

2021年9月修订版的《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》（以下简称“《实施条例》”）正式实施，义务教育阶段的公参民、外资办学、境外教材等明确禁止，与利益关联方交易明确禁止，打击过度资本化和商业化，教育资产证券化紧急叫停。(1)《实施条例》明确规定集团化办学不得借助名校品牌、资本优势、资金实力等实施兼并收购、加盟连锁和协议控制等方式控制义务教育阶段学校，这一政策的出台基本意味着集团化办学轻资产扩张模式、“傍名校”策略、“资本买买买”战略等终结，集团化办学只能依靠自身的力量，包括办学能力、办学水平、历史口碑、生源质量、资本实力等。(2)《实施条例》明确规定民办学校的举办者、实际控制人、校长、等以及上述组织或者个人之间存在互相控制和影响关系、可能导致民办学校利益被转移的组织或者个人均属于民办学校的利益关联方，禁止民办学校与利益关联方的交易，这意味着民办学校的办学结余无法通过关联交易进行利益输出，资本无法通过办学获得投资回报，关联交易的禁止行为成为压倒资本的最后一根“稻草”。(3) 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，实施义务教育的民办学校

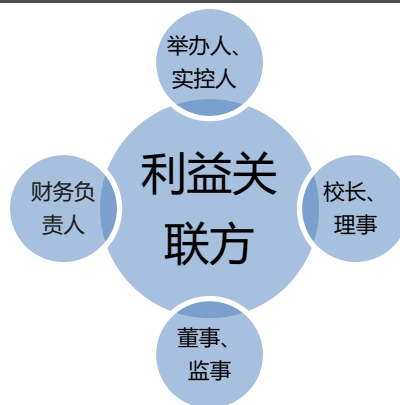
不得使用境外教材，并且不得与利益关联方进行交易。(4)“双减”和《实施条例》颁布后，教育资产证券化受阻。“双减”明确规定学科类培训必须登记为非营利性，不再新批学科类培训资质，线上学科类培训机构由备案制改为审批制，学科类培训机构一律不得上市融资，严禁资本化运作，上市公司不得通过股票市场融资投资学科类培训机构。《实施条例》明确义务教育阶段民办不得选择营利性，这意味着这类民办教育无法资产证券化。整体上，教育资产证券化显著受阻。

图3：集团化办学涉及义务教育阶段的禁止行为



资料来源：国务院，民生证券研究院

图4：利益关联方的界定

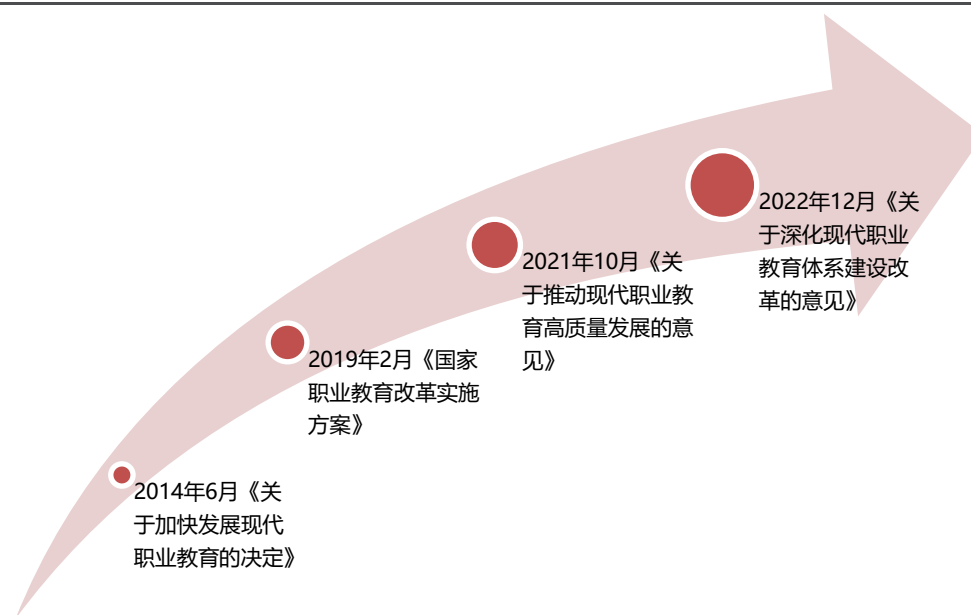


资料来源：国务院，民生证券研究院

### 1.3 政策支持职业教育，产教融合或成趋势

2014年6月国务院印发《关于加快发展现代职业教育的决定》(国发〔2014〕19号)，全面部署加快发展现代职业教育，提出“到2020年，形成适应发展需求、产教深度融合、中职高职衔接、职业教育与普通教育相互沟通，体现终身教育理念，具有中国特色、世界水平的现代职业教育体系。2019年2月国务院印发《国家职业教育改革实施方案》，明确了职业教育是一个教育类型，拥有与普通教育同等重要的地位，明确提出没有职业教育现代化就没有教育现代化，职业教育的战略地位大幅提高。之后，《中国教育现代化2035》、《加快推进教育现代化实施方案(2018-2022年)》、《关于实施中国特色高水平高职学校和专业建设计划的意见》、《建设产教融合型企业实施办法(试行)》、《职业技能提升行动方案(2019-2021年)》、《职业教育提质培优行动计划(2020-2023年)》、《关于实施职业技能提升行动“互联网+职业技能提升培训计划”的通知》、《关于深化现代职业教育体系建设改革的意见》、《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》、《关于深化现代职业教育体系建设改革的意见》等支持政策密集出台，职业教育迎来政策最强有力的支持。

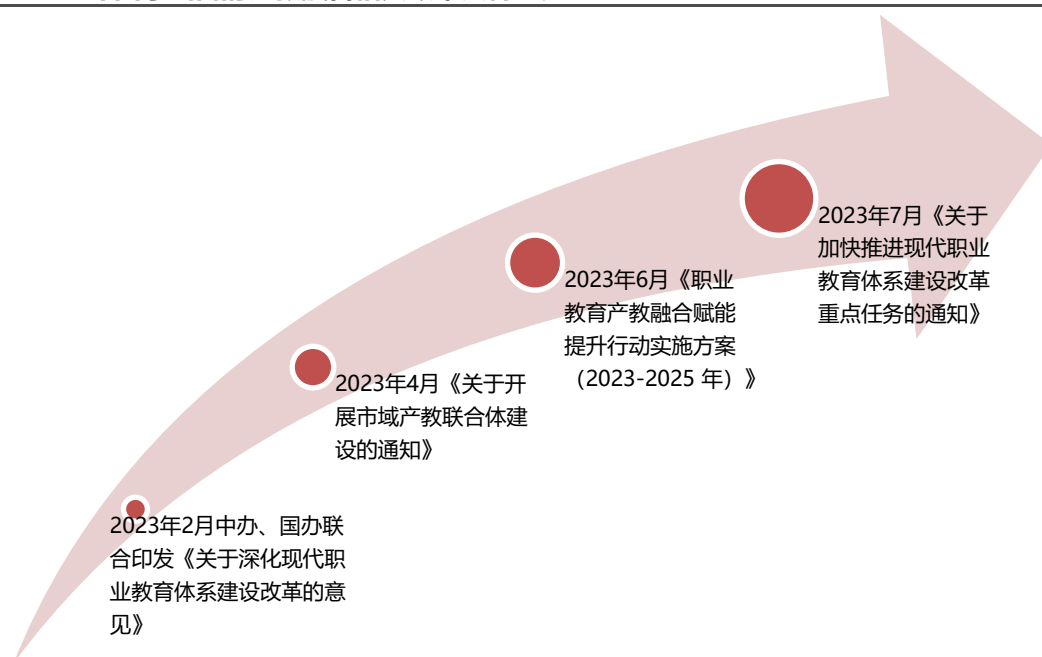
图5：国家出台的职业教育代表性政策



资料来源：国务院、教育部、发改委等官网，民生证券研究院

当前，新技术和新行业不断涌现，但劳动力市场就业和招工一直存在两难的问题，职业教育一方面面临着庞大的市场需求，但另一方面也面临着高素质应用型人才供给不足的问题，产教融合是培养适应产业转型升级的高素质应用型人才的有效途径。2023年2月中办、国办联合印发《关于深化现代职业教育体系建设改革的意见》，要求坚持以教促产、以产助教、产教融合、产学合作，延伸教育链、服务产业链、支撑供应链、打造人才链、提升价值链，推动形成同市场需求相适应、同产业结构相匹配的现代职业教育结构和区域布局。2023年4月，教育部办公厅发布《关于开展市域产教联合体建设的通知》，要求2023年底前建设50家左右，2024年底前再建设50家左右，到2025年共建设150家左右的市域产教联合体。2023年6月，发改委等8部门联合印发《职业教育产教融合赋能提升行动实施方案（2023-2025年）》，围绕加快形成产教良性互动、校企优势互补的产教深度融合发展格局，提出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。2023年7月，教育部办公厅发布《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》，提出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。

图6：2023 年国家出台的产教融合相关政策文件一览



资料来源：中共中央、国务院、教育部、发改委等官网，民生证券研究院

## 1.4 职普融合获政策支持，创新设立职教高考制度

职普融通是指职业教育与普通教育两种教育类型之间的相互融通，通过教学资源共享、培养成果互认、发展路径互通等方式，形成各阶段职教与普教“你中有我、我中有你”的双向奔赴办学新生态，推动人才培养模式改革，为学生成长成才提供多样化路径选择，为推动中国式现代化提供高素质复合型技术技能人才。2022 年 10 月党的二十大报告提出深化教育综合改革，推进职普融通、产教融合、科教融汇。2024 年 7 月中共中央印发《关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》，提出加快构建职普融通、产教融合的职业教育体系。2025 年 3 月《政府工作报告》提出，推进职普融通、产教融合，增强职业教育适应性。为了推进职普融通，国家出台了多项政策。（1）扩大高职单招规模。高职单招是指高等职业院校单独招生，原主要针对高中毕业生单独招生，后逐渐扩大招生范围，中职（含中专、技工学校、职业高中）、同等学历的退役军人、城镇登记失业人员、农民工和新型职业农民等均可报名参加。（2）设立职教高考制度。2019 年 1 月国务院印发的《国家职业教育改革实施方案》提出建立职教高考制度，完善“文化素质+职业技能”的考试招生办法，为学生接受高等职业教育提供多种入学方式和学习方式，把中职、高职、应用型本科贯通起来。（3）设立综合高中。2023 年 8 月教育部、发改委、财政部联合印发《关于实施新时代基础教育扩优提质行动计划的意见》，提出发展综合高中，推进普职融合。综合高中是将普通高中、艺术高中、职业高中的



教育内容和教育资源进行高度整合，充分利用，相互促进的创新型办学模式。综合高中既开设普高学术课程，又开设中职技能课程，实行学分制教学，由学生自主选择发展意愿、组合个性化课程，最终可以分别参加普通高考、高职类高考，也可选择出国留学和就业。

图7：职普融通的三大政策举措



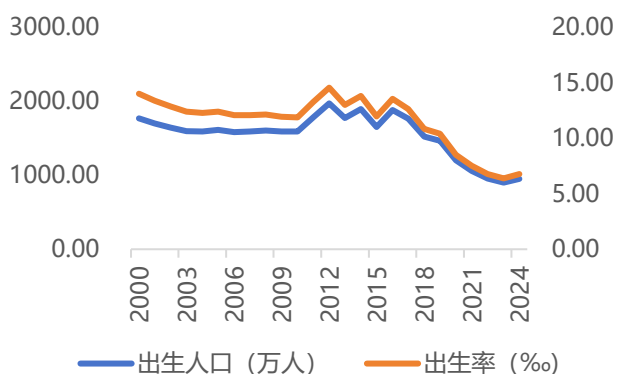
资料来源：中共中央、国务院、教育部、发改委等，民生证券研究院

## 2 中高考+素质教育迎机遇，AI+教育站上风口

### 2.1 “二胎”放开人口红利再现，中高考迎来“黄金十年”

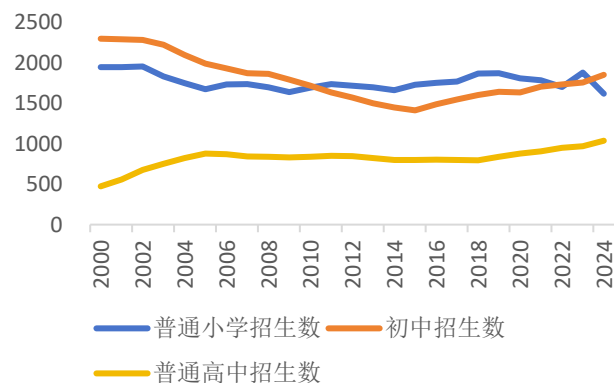
随着“龙宝”到来和“二胎”政策的放开，2011-2017 年我国迎来了生育小高峰。根据国家统计局数据，2012 年我国出生人口约 1973 万人，出生率 14.57‰，均创下 2000 年以来新高；2011-2017 年年均出生人口 1819 万人，较 2020-2010 年年均出生人口高出 192 万人。出生人口的变化趋势，决定了适龄儿童小学入学高峰是 2023 年，初中入学高峰是 2028 年，高中入学高峰是 2030 年。普通小学招生人数从 2014 年的约 1658 万人增加到 2023 年的约 1878 万人，2024 年普通小学招生人数 1617 万人，在校生 10584 万人，毕业生 1857 万人。初中招生从 2015 年的约 1411 万人增加到 2024 年的 1849 万人，2024 年初中在校生约 5386 万人，毕业生约 1698 万人；普通高中招生从 2018 年的约 793 万人增加到 2024 年的约 1036 万人，2024 年普通高中在校生约 2922 万人，毕业生约 891 万人。

图8：我国出生人口（万人）及出生率（‰）



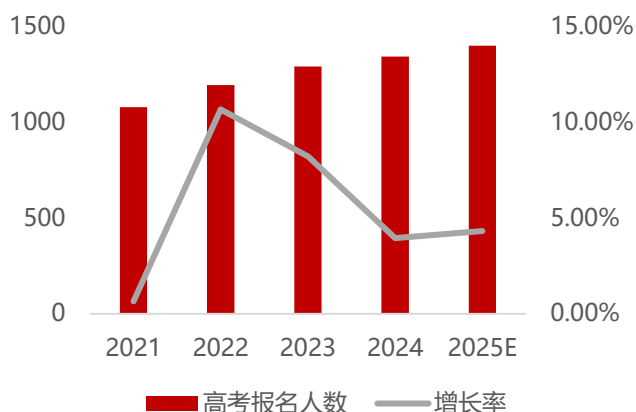
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图9：我国普通小学、初中和普通高中招生人数（万人）

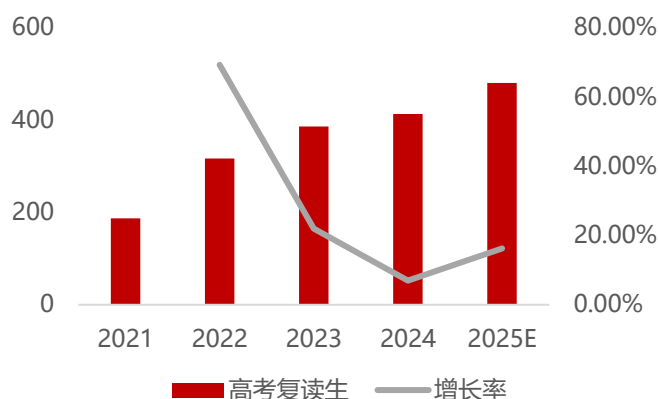


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

未来几年，初高中招生人数、在校生人数均将稳步提升，中高考迎来“黄金十年”。2021-2024 年我国高考报名人数分别为 1078 万人、1193 万人、1291 万人和 1342 万人，根据教育部公布的信息，预计 2025 年我国高考报名人数将超过 1400 万人，短短五年时间，高考人数增加了近 350 万人。与此同时，我国高考复读人数从 2021 年的 187 万人增加值 2024 年的 413 万人，预计 2025 年将达到 480 万人，再创历史新高。

**图10：近年来我国高考报名人数（万人）及增长率（%）**


资料来源：教育部，民生证券研究院

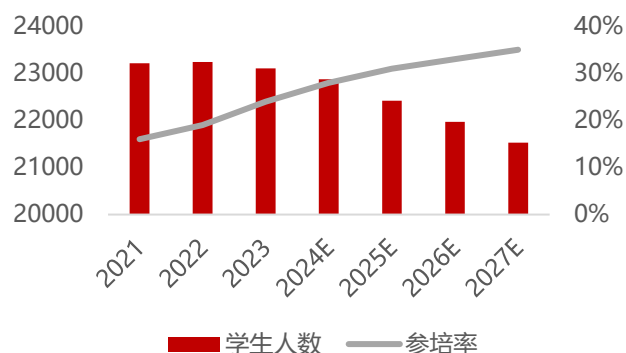
**图11：近年来我国高考复读生（万人）和增长率（%）**


资料来源：教育部，民生证券研究院

## 2.2 素质培训强势崛起，升学培训需求强劲

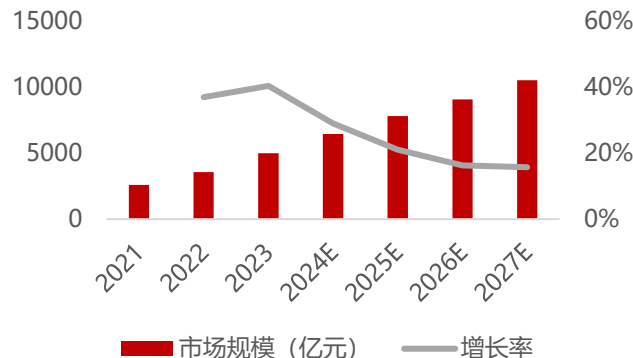
“双减”前，学科培训是校外培训的核心内容，尤其是语数外的培训贯穿了从学前教育到义务教育的全过程。“双减”后，学科培训受到严格限制，培训机构纷纷转型，聚焦学科素养、素质教育等，如好未来的学而思素养、昂立教育的hello科学等，同时打通升学链，积极发展面向中高考的素质教育升学辅导。近几年，素质教育可谓一枝独秀，强势崛起，艺术、体育、STEAM、营地、研学、素养等素质教育快速发展，且上海中考有综合素质评价，增强了素质教育参培的主动性和粘性。根据多鲸教育研究院发布的《2024 素质教育行业发展趋势报告》，素质教育总市场规模=校外市场规模+校内市场规模，其中校外市场规模测算以“市场规模=在校生人数\*渗透率\*年客单价”进行估算，并假设2023年学前至高中人数2.31亿人，参培率24%，客单价6229元/年，测算出2023年我国素质教育校外市场规模3454亿元。同时，多鲸教育研究院结合专家访谈数据，2023年校内素质教育市场约等于校外素质教育市场的45%，测算出2023年素质教育总市场规模约5008亿元，并预测未来几年仍保持较快增长，即2024-2027年素质教育总市场规模分别为6463亿元、7825亿元、9101亿元和10536亿元，分别同比增长23%、21%、16%和16%。

图12：我国幼儿园到高中学生数（万人）及参培率（%）



资料来源：多鲸教育研究院，民生证券研究院

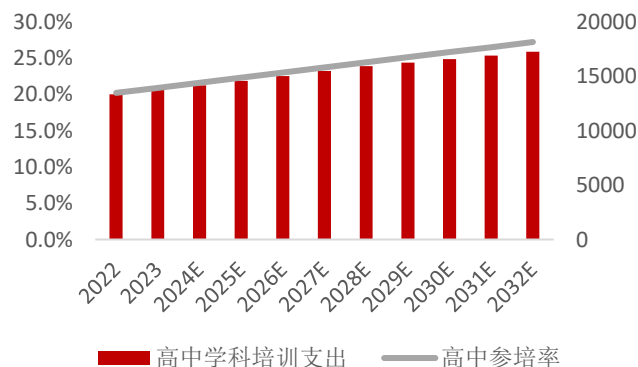
图13：我国素质教育市场规模（亿元）及增速预测



资料来源：多鲸教育研究院，民生证券研究院

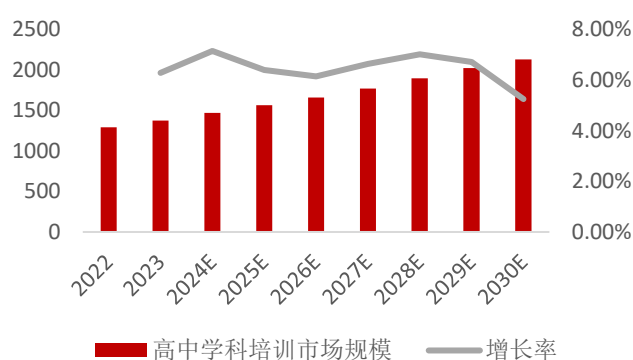
随着中高考人数增加，以升学为导向的校外培训需求增加。根据观研天下研究报告，2022-2023 年我国高中学科参培率分别为 20.2%和 20.9%，在“双减”背景下，学科校外培训控制较严，但高中学科参培率不降反升，显示出以升学为导向的校外培训需求释放。观研天下研究报告显示，2024 年我国高中学科培训市场规模达 1470 亿元，预计到 2032 年我国高中学科培训市场规模达 2419 亿元，呈现出稳步增长的发展态势。一是高中适龄人口快速增加，预计到 2032 年适龄人口数量（对应 2015-2017 年出生人口总和，这三年出生的孩子预计 2032 年在高中读书）5164 万人；二是参培率有望持续提高，考虑到高考人数增加、高考复读生增长和中职考生群体扩大，升学竞争增加，以升学为导向的校外培训有望持续走高，预计到 2032 年高中学科参培率有望提高至 27.2%；三是参培人均支出走高，2022 年高中学科培训人均支出 12208 元/年，预计到 2024 年达到 14152 元/年，预计到 2032 年提高至 17242 元/年。

图14：高中学科培训支出（元/年）及参培率（%）



资料来源：观研天下，民生证券研究院

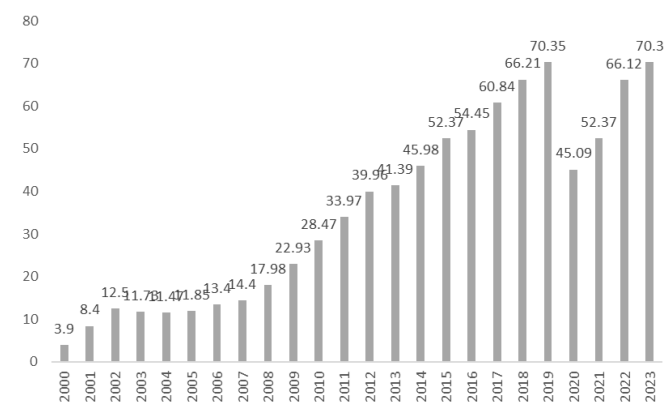
图15：高中学科培训市场规模（亿元）及增长率（%）



资料来源：观研天下，民生证券研究院

国内中高考竞争越来越激烈，出国留学成为家长和学生的选择。2000-2019 年我国出国留学人数从 3.9 万人增加至 70.35 万人，复合增长率 6.46%。2020 年受中美经贸关系和公共卫生事件等因素影响，我国出国留学人数急剧下降，但之后持续增长，2023 年再次挑战前期新高。根据教育部数据，2020-2023 年我国出国留学人数分别为 45.09 万人、52.37 万人、66.12 万人和 70.3 万人，若包含短期交流、访问学者等项目，2023-2024 学年期间总量可能接近 100 万人，出国留学恢复性增长。从出国留学的国别选择来看，美国仍是中国大陆留学生第一选择，但人数显著下降。根据美国国际教育协会（IIE）最新发布的《2024 美国门户开放报告》显示，2023-2024 学年中国大陆在美高校读书学生为 27.74 万人，占美国国际学生总数的 24.6%，较 2019-2020 学年峰值相比下降近 10 万人，中国首次被印度反超，结束了连续 14 年的留美第一生源国地位。但英国、澳大利亚、新西兰、日本、德国、意大利等增长较快，并成为这些国家留学第一生源国。根据英国高等教育统计局 HESA 数据，2023-2024 学年在英国读研究生的中国内地学生人数已达到 88755，比 2020-2021 学年增长 6%，相较于 5 年前，增长 46.36%。澳大利亚 2023 年新批准的中国内地学生签证数量达 70834 个，同比增长 42%，中国内地学生占比达到 21%，位居第一。

图16：2000-2023 年我国出国留学人数走势图（万人）



资料来源：教育部、IIE 等，民生证券研究院

图17：2023 年中国大陆高等教育阶段留学生占比



资料来源：《2024 年中国留学白皮书》，民生证券研究院

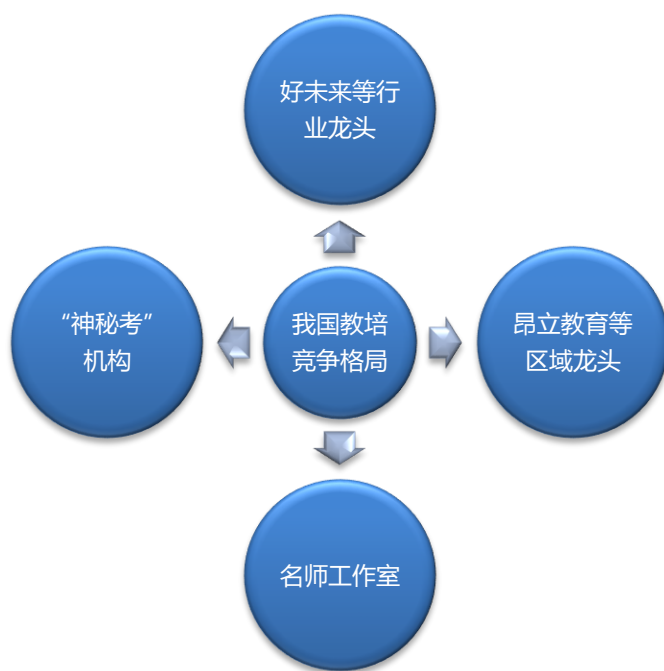
## 2.3 行业竞争格局生变，存量竞争+剩者为王

“双减”带来了教培行业的供给侧出清，大量存量机构跑路、收缩、退出和转型，教培行业无论是线下还是线上均出现供给侧出清。同时，《管理条例》关于关联交易、资产证券化等方面的严格规定，资本导向型的新进入者大幅减少。因此，教育行业整体进入存量竞争+剩者为王的阶段。教育行业具有典型的“大行业、小公司”的特点，“双减”前各路资本争相进入，行业竞争十分激烈，但行业商业模式和盈利空间仍然较好；“双减”后，教育行业进入存量竞争+剩者为王的时代，



随着市场需求的逐步释放，行业供给也明显增加，但主要局限于行业龙头、区域龙头的复点+新开，名师工作室、有“神秘考”等升学通道的中小机构，名师工作室和“神秘考”机构供给缺乏弹性，不大可能跨区域扩张，之前“跑路”的机构和以资本为导向、并寻求资产证券化退出的机构很难回归或入局。行业竞争格局已经从“行业龙头+区域龙头+资本导向的教育机构+名师工作室+有升学通道的机构”演变成“行业龙头+区域龙头+名师工作室+有升学通道的机构”，且当前的行业龙头、区域龙头和之前的相比也发生“量变”，机构数量下降较大，市场真正进入了存量竞争时代，并呈现剩者为王的特点。因此，我们认为经历了“双减”没有“跑路”，仍然“活下来”的，且依然从事教育服务的教育公司都是具有竞争力，随着教育市场的复苏，这些公司能够充分享受时代红利，实现高质量发展。

图18：当前我国校外培训行业竞争格局



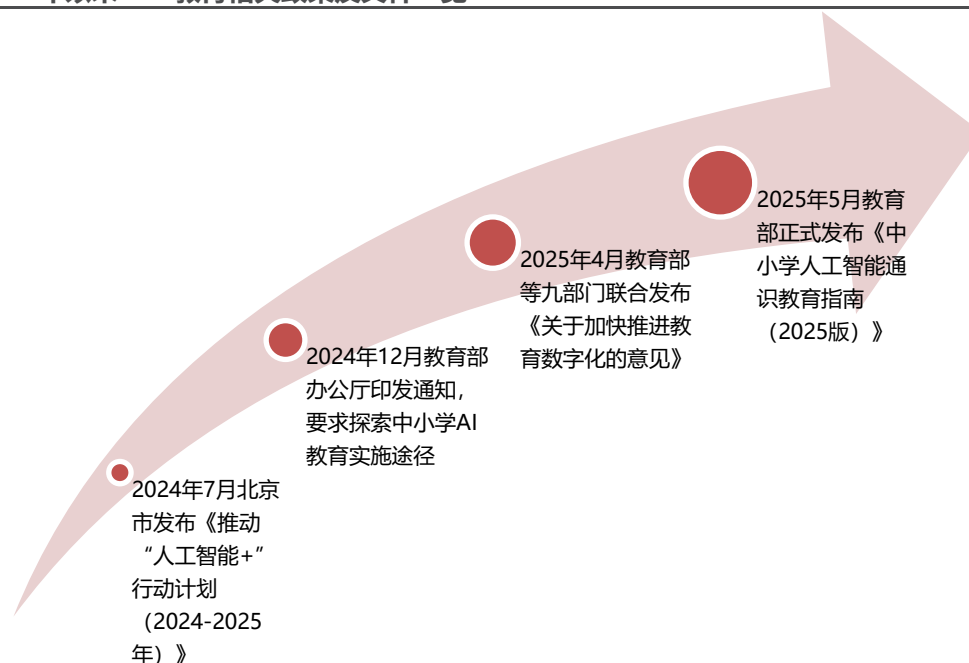
资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2.4 AI+教育政策持续加码，教育龙头有望充分受益

2024年3月教育部启动AI能教育行动，围绕AI通识教育、国家智慧教育平台智能升级、教育专用大模型应用示范和数字教育出海实施“四大行动”，促进AI推动教与学融合应用，提高全民数字教育素养与技能，开发教育专用AI大模型，同时规范AI使用科学伦理。2024年7月北京市发布《推动“人工智能+”行动计划（2024-2025年）》，提出“人工智能+教育”标杆应用工程，要求发挥教育资源优势，加强大模型企业、教育机构和管理部门协同联动，培育跨学科、跨学段的教

育大模型平台，提供智能备课、课件生成、课程分析、学习跟踪、家校联动等辅助工具，平衡班级制授课和个性化学习。2024 年 12 月教育部办公厅印发通知，要求探索中小学 AI 教育实施途径，加强中小学 AI 教育，小学低年级段侧重感知和体验 AI 技术，小学高年级段和初中阶段侧重理解和应用 AI 技术，高中阶段侧重项目创作和前沿应用。2025 年 1 月中共中央、国务院印发《教育强国建设规划纲要（2024—2035 年）》，明确要求以教育数字化开辟发展新赛道、塑造发展新优势，明确提出促进人工智能助力教育变革。2025 年 4 月教育部等九部门联合发布《关于加快推进教育数字化的意见》，提出加强 AI 等前瞻布局，推动学科专业、课程教材、教学等数字化变革，加快建设 AI 教育大模型，推动与教育教学深度融合，完善知识图谱，构建能力图谱，推动课程体系、教材体系、教学体系智能化升级，将 AI 技术融入教育教学全要素全过程，推动科技教育和人文教育融合，营造“AI+教育”创新应用场景，构建多元参与的 AI 应用生态。2025 年 5 月教育部正式发布《中小学人工智能通识教育指南（2025 版）》，构建分层递进、螺旋上升的中小学 AI 通识教育体系，培养学生适应智能社会的核心素养，通过知识、技能、思维与价值观的有机融合，形成四位一体的 AI 素养，培育科技创新思维、批判性思维、人机协作能力、AI 素养及社会责任意识。

图19：2024 年以来 AI+教育相关政策及文件一览

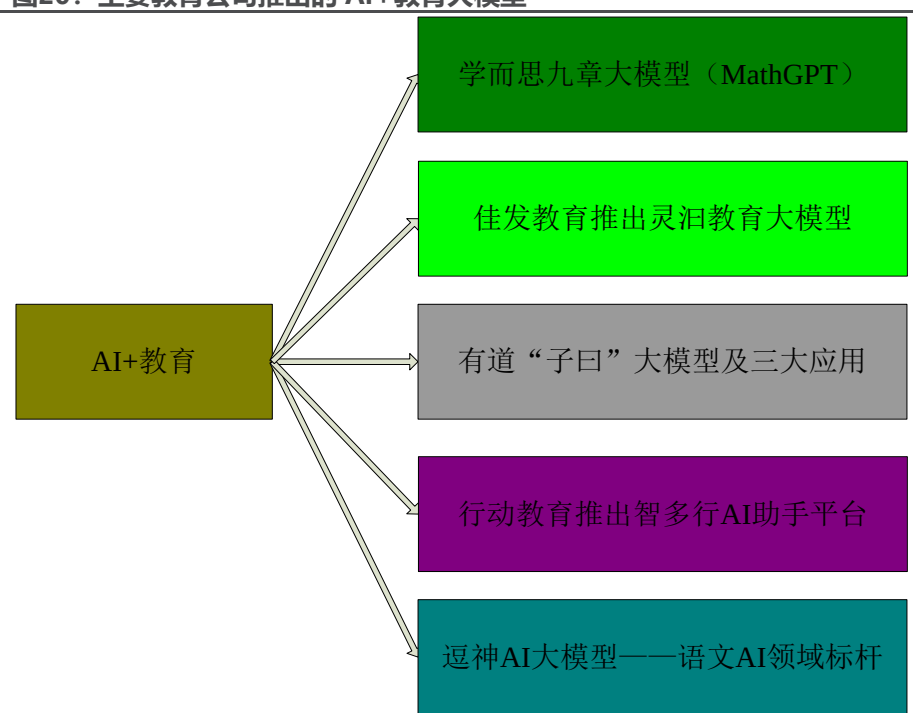


资料来源：中共中央、国务院、教育部、发改委等官网，民生证券研究院

2025 年 AI 领域的热议话题已经从大语言模型 (LLMs) 转向了 AI 智能体 (AI Agent)。根据 Gartner 最新预测，企业软件中整合自主型 AI 的比例将从 2024 年的不足 1% 跃升至 2028 年的 33%；同时超过 15% 的日常工作决策将交由 AI 智能

体自主完成。随着生成式 AI 加速普及、AI 智能体迅猛发展，以及智能流程自动化不断突破，企业正迎来第三波人工智能助手浪潮，专家、业界人士预测 2025 年将是“AI 智能体元年”，Deep Seek “接入潮” 将引爆 AI 应用。2025 年《政府工作报告》也明确提出，持续推进“AI+”行动，AI+教育有望成为重要的应用场景。行业龙头有望受益 AI+教育的市场风口，并在新一轮的行业竞争中占据更有利的地位。好未来推出了学而思九章大模型 (MathGPT)，面向全球用户和科研机构提供以数学领域的解题和讲题算法为核心的大模型，也是国内首个专为数学打造的大模型；有道推出了“子曰”大模型，并发布三大应用，即 AI 全科学习助手“有道有 P”、新一代虚拟人口语教练和新一代知识库问答引擎；豆神教育推出了豆神 AI 大模型，打造语文 AI 领域的标杆。此外，作业帮、猿辅导、新东方、学大教育、行动教育、佳发教育等都推出了教育大模型或者教育+AI 产品，并纷纷接入 Deep Seek，进一步加大 AI+教育产品新形态的商业化落地。由于布局 AI 需要较大的资本开支，因此行业龙头或区域龙头有望深度受益 AI+教育的“盛宴”，有助于行业龙头或区域龙头扩大招生、提高效率、节约成本，增强行业龙头或区域龙头的竞争力，行业龙头或区域龙头的市占率有望提升。

图20：主要教育公司推出的 AI+教育大模型



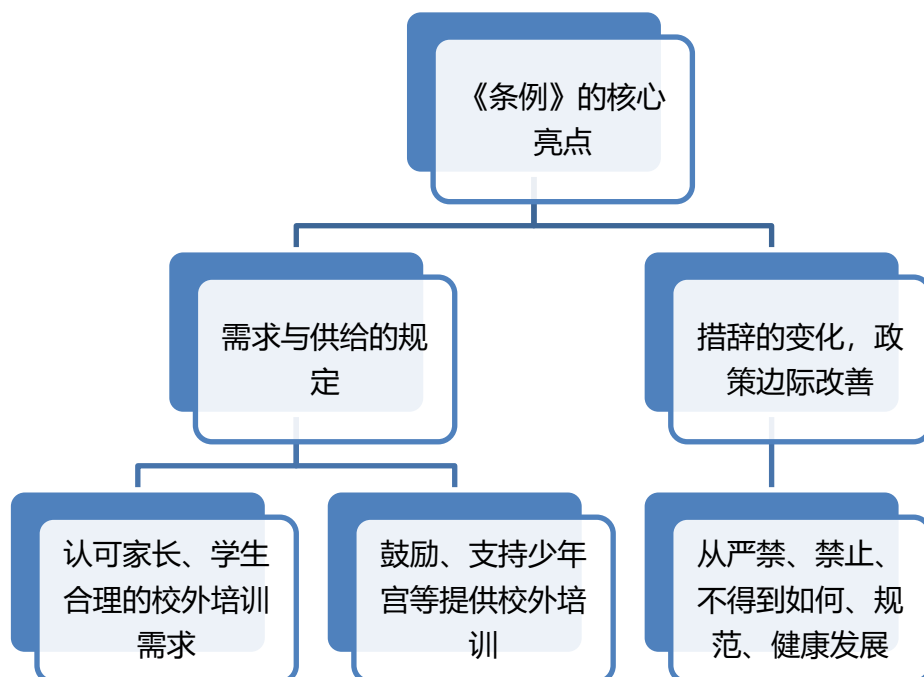
资料来源：相关公司公告，民生证券研究院

### 3 行业政策边际改善，教育需求持续释放

#### 3.1 行业政策边际改善，教培规范发展可期

2024 年 2 月教育部印发《校外培训管理条例（征求意见稿）》（以下简称“《条例》”），明确指出校外培训是学校教育体系外，面向社会开展的，以中小学生和 3 至 6 岁学龄前儿童为对象，以提高学业水平或者培养兴趣特长等为主要目的，有组织或系统性的教育培训活动。同时，《条例》对校外培训实施分类管理，即学科类培训和非学科类培训，从事校外培训的机构必须具备法人资格，面向义务教育阶段的校外培训应登记为非营利性法人。另外，《条例》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。《条例》最大亮点是认可了家长、学生的合理校外培训需求，不再“一刀切”，而是尊重市场需求，并通过增加供给满足校外培训需求。同时，《条例》的主基调是“如何发展”、“规范发展”和“健康发展”等，而不是“严禁”、“不得”和“禁止”等字样，从措辞上看，教育行业的政策已经出现了边际改善，对于校外培训市场的复苏创造了政策环境，教培行业规范发展可期。

图21：《条例》的核心亮点

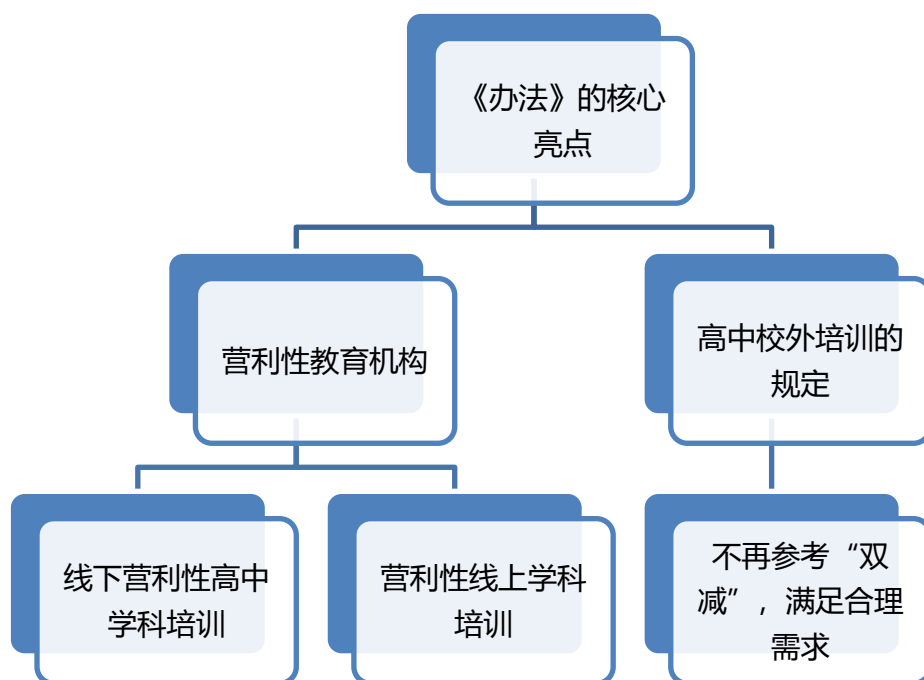


资料来源：《条例》，民生证券研究院

2024 年 11 月北京市公布了《北京市实施〈中华人民共和国民办教育促进法〉办法（修订草案征求意见稿）》（以下简称“《办法》”），涉及到民办高等教育、中等

及以下教育、学前教育、校外培训以及职业资格培训等多个领域，特别是在 K12 教育范畴内，涵盖了学科培训和非学科培训，其中对学科类校外培训机构的规定尤为重要。《办法》第五条明确规定要严格遵守“双减”政策要求，禁止设立涉及义务教育阶段（小学与初中）的营利性民办学校和校外培训机构。但第六条的第（四）款又指出设立学科类校外培训机构，由区教育行政部门审批；利用互联网技术在线开展学科类校外培训的，需市教育行政部门审批。这意味着，如果举办线下营利性高中学科培训，需要区教育行政部门审批；举办在线营利性高中学科培训的，在北京市级教育行政部门审批通过后，可以在北京申请设立经营主体并开展业务。此前“双减”政策规定“高中阶段参照义务教育阶段执行”，然而在全国各省市的执行力度和细节处理存在差异。北京作为中国教育与培训的核心城市，其政策往往被看作是全国的风向标。《办法》充分反映了北京在高中学科教培管理上，已充分考虑百姓的教育需求，实行有条理、适度灵活的管理策略，高中阶段校外培训不再参考义务教育执行“双减”和高中阶段校外培训机构允许营利已是政策的边际改善。

图22：《办法》的核心看点



资料来源：《办法》，民生证券研究院

### 3.2 教育需求呈现刚性，早培择校加速需求释放

对于家庭和孩子来说，教育需求是刚性需求，包括对择校享受优质教育的需求，参加校外培训达到提分和升学的需求，选择国际课程出国留学的需求，参加考证培训以增强技能达到就业的需求等等。中华文明五千年，读书改变命运、择优而仕、



孟母三迁等已成为社会、学校、家长和学生的共识，教育需求呈现刚性。我国出台的“双减”政策主要目的是强调教育公平和教育均等化，淡化升学择校等压力，减少社会、家庭、孩子焦虑，政策的初衷是好的，有助于减轻全社会的教育压力和教育支出。但是，教育的“指挥棒”未变，即仍然要参加中高考，择优录取，再加上普职“五五分流”的焦虑，择校、补习、复读等教育需求较为强劲。从国家层面来看，教育是培养选拔人才的主要抓手，尤其是拔尖创新人才。2020年教育部进行了基础学科招生改革工作，在部分高校试点“强基计划”，即为了选拔培养有志于服务国家重大战略需求且综合素质优秀或基础学科拔尖的学生。起步阶段，在部分“双一流”学校遴选试点高校，综合考虑试点高校的办学定位、人才培养质量、科研项目及平台建设情况、招生和人才培养方案等因素，按照“一校一策”的原则，研究确定“强基计划”招生高校、专业和规模。到2025年，全国已有39所高校开展“强基计划”试点招生，除基础学科外，开始向人工智能、低空经济等前沿技术专业延伸。“强基计划”不仅为国选拔综合素质优秀、基础学科拔尖的人才，也为偏科人才开设绿色通道，有助于为国选拔“全才”和“专才”。

图23：教育需求是刚性需求：三个维度看教育

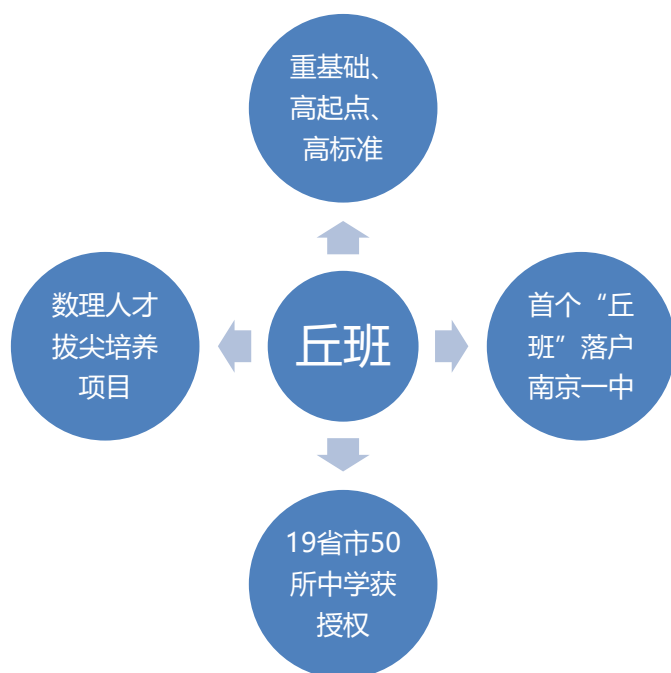


资料来源：教育部等，民生证券研究院

为了更好地落实拔尖创新人才早期培养计划，早培项目开始涌现，其中最著名的是“丘成桐少年班”（以下简称“丘班”）。“丘班”是一项数理拔尖人才培养项目，是丘成桐先生以个人名义发起，2021年10月第一个“丘班”落户南京一中，实施数理人才贯通培养实验项目，选拔智力超常、接受能力强、发展潜力大的学生，

实施“加速式、充实式、个性化”培养，充分发展学生的数理特长，并兼顾学生的全面发展。“丘班”按“重基础、高起点、高标准”的原则，同时充分利用当地高校以及科研院所资源，联合规划“丘班”课程建设，优化大中衔接，因材施教，共育栋梁，成绩优异的“丘班”学生具有报送清华大学求真学院的可能性，因此受到学校、家长和学生的“追捧”。截至2024年末，全国19个省和直辖市共有50所中学获得“丘班”授权，其中上海主要有华二、上中+华育、复附三个“丘班”，北京主要有人大附、清华附、北师大实验、一零一四个“丘班”。“丘班”每年在各省入选的学生平均在200人左右，在此基础上，丘成桐牵头设立了一个专门培养全国最顶尖中学人才的“示范少年班”，即从初一年级开始遴选学生，经各省推荐，集中在清华大学求真书院合作的中学进行培养（学籍不变），每年人数不超过50人。2024年10月来自全国各地的29名初中生首批入选“示范少年班”，在北京、上海两地集中培养，其中有22位学生在上海就读。

**图24：数理人才拔尖培养项目：丘班**



资料来源：教育部、各学校官方网站等，民生证券研究院

中国教育看北京，北京教育看海淀，人大附“早培”，中国“鸡娃”的天花板。人大附“早培”是为探索创新人才早期培养而设立的，致力于融合中外教育精华，坚持综合创新，对超常儿童的早期发现、培养与评价进行科学探索与研究，招生对象主要是那些在学业上表现出色的学生，即身心健康、人格健全、品德优良、智力超常，具有特殊才能和创新潜质，在某一方面或某几方面明显超出同龄人。人大附“早培班”不仅是一个学术上的挑战，更是一个发掘和培养超常儿童潜力的绝佳机

会，因此得到了家长、学生的追捧。根据网上信息，2024 年人大附“早培”初筛报名人数约 3 万人，约 3000 人进入复试，最终约 600 人能够入营。上海小升初除了有“三公”（备注：上外、浦外、上实三所公办学校的简称）公开选拔之外，还有民办学校和少数公办学校实验班、理科班、创新班等的“神秘考”，“择校”暗潮涌动。除此之外，复旦大学数学营——旦旦营能够直通“四校”（备注：上中、华二、复附、交附等四所市重点高中的简称），需要经过海选报名（8 月初）、夏令营（8 月下旬）、金秋营（国庆之后）、冬令营（一月中旬）和签约录取并确认“四校”名单（来年 8 月）。复旦大学旦旦营已举办两期，即 2023 年 8 月第一期和 2024 年 8 月第二期，第一期报名人数超过了 3600 人，第二期报名人数超过了 4000 人，最终通过筛选 400 人进夏令营，再从夏令营中选 160 人进金秋营，再从金秋营中选 100 人进冬令营，最终签约 80-100 人通过摇号进“四校”，每个学校接纳预计 22-25 人。

图25：从人大附到上海“三公”再到复旦“旦旦营”看教育需求

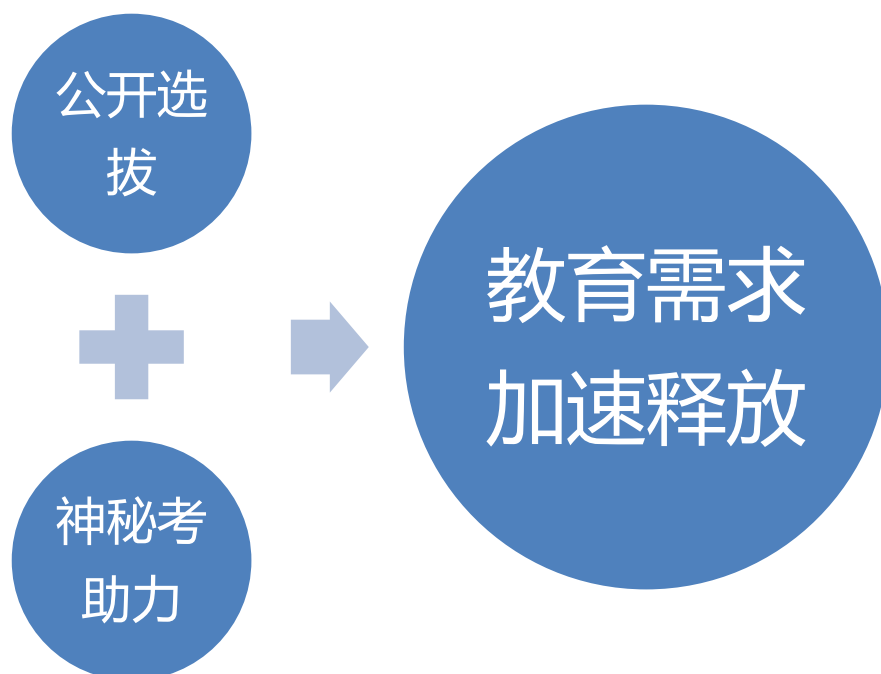


资料来源：各学校官网等，民生证券研究院

“早培”将加速教育需求的释放。无论是“丘班”，还是人大附的“早培”，或是“三公”的公开选拔、上海民办的“神秘考”，还是复旦大学数学营，对学校、家长、学生均具有很强吸引力，并为之努力，从而加速教育需求释放，包括择校和校外补习。当前的校外培训，不仅仅是“查缺补漏”，而且还有“培优拔高”，甚至成绩越好的孩子补习需求越强。“双减”之后的两年内，校外培训行业一度沉寂，但隐秘的补课需求却在暗流涌动，尤其是各种选拔、神秘考背景下，校外培训需求

加速释放。

图26：教育需求加速释放：公开选拔+神秘考助力



资料来源：各学校官网等，民生证券研究院

### 3.3 剩者为王跑马圈地，业绩有望加速释放

对教育行业，尤其是教培行业而言，经历了“双减”没有“跑路”，又兢兢业业做教育的公司具有竞争力，并能够充分享受行业复苏带来的市场红利，整个行业呈现出“剩者为王”的特点，收入和利润快速增长。(1) 教培行业：2023年以来，以外校培训为主业的教育公司呈现出营业收入快速增长，业绩加速释放的特点。学大教育2023-2025年1季度营业收入分别同比增长23.09%、25.90%和22.46%，归母净利润增速分别为1035.24%、16.84%和47.00%，A股教培行业龙头收入利润快速增长；昂立教育2023-2025年1季度营业收入分别同比增长27.00%、27.32%和10.78%，归母净利润增速分别为-211.89%、74.14%和22.93%，区域龙头收入稳健增长，扭亏为盈未来可期。(2) 国际学校：凯文教育是以国际学校为核心资产的A股上市公司，经历了学校“出表”冲击后，公司收入在经历了大幅下降后重拾增长，2023-2025年1季度营业收入分别同比增长47.78%、25.92%和17.68%，归母净利润增速分别为48.48%、25.66%和113.24%。(3) 管理培训：行动教育定位于世界级实效商学院，2023-2025年1季度营业收入分别同比增长49.08%、16.54%和-7.21%，归母净利润增速分别为97.95%、22.39%和

17.80%。(4) 公考：华图山鼎是通过资产的无偿赠予实现上市公司转型非学历培训，业绩快速增长，2023-2025 年 1 季度营业收入分别同比增长 131.27%、1046.34%和 18.91%，归母净利润增速分别为-939.01%、157.62%和 67.38%。整体上来看，教育公司实现了快速复苏和业绩的释放，并具有较强的持续增长潜力。

**表3：教育行业上市公司营收增速（%）与归母净利润增速（%）**

| 上市公司 | 营业收入增速（%） |          |        | 归母净利润增速（%） |        |        |
|------|-----------|----------|--------|------------|--------|--------|
|      | 2023      | 2024     | 2025Q1 | 2023       | 2024   | 2025Q1 |
| 学大教育 | 23.09     | 25.90    | 22.46  | 1,035.24   | 16.84  | 47.00  |
| 昂立教育 | 27.00     | 27.32    | 10.78  | -211.89    | 74.14  | 22.93  |
| 科德教育 | -2.94     | 3.10     | -2.27  | 83.60      | 4.73   | -6.80  |
| 行动教育 | 49.08     | 16.54    | -7.21  | 97.95      | 22.39  | 17.80  |
| 华图山鼎 | 131.27    | 1,046.34 | 18.91  | -939.01    | 157.62 | 67.38  |
| 凯文教育 | 47.78     | 25.92    | 17.68  | 48.48      | 25.66  | 113.24 |
| 均值   | 45.88     | 190.85   | 10.06  | 19.06      | 50.23  | 43.59  |

资料来源：wind，民生证券研究院

教育行业是轻资产行业，大多采取租赁方式实现业务扩张，反映到教育公司报表中，就是使用权资产和租赁负债科目。2022-2024 年 A 股教育上市公司使用权资产和租赁负债均呈现快速增长态势，反映出教育上市公司正在跑马圈地，快速扩张。学大教育 2022-2024 年使用权资产分别为 4.06 亿元、4.02 亿元和 6.14 亿元，租赁负债分别为 2.76 亿元、2.87 亿元和 4.46 亿元；昂立教育 2022-2024 年使用权资产分别为 1.09 亿元、3.10 亿元和 4.91 亿元，租赁负债分别为 0.58 亿元、2.16 亿元和 3.66 亿元；华图山鼎 2022-2024 年使用权资产分别为 0.03 亿元、3.85 亿元和 5.24 亿元，租赁负债分别为 0.02 亿元、2.08 亿元和 3.16 亿元；凯文教育 2022-2024 年使用权资产分别为 0.16 亿元、0.08 亿元和 1.78 亿元，租赁负债分别为 0.10 亿元、0.04 亿元和 3.66 亿元。凯文教育、科德教育、行动教育主要以学校（或补习学校）为载体实施教育服务，持有性房地产、固定资产金额较大，如凯文教育持有性房地产 2025 年 3 月末余额 18.32 亿元，主要是兴建朝阳凯文学校所形成的。使用权资产和租赁负债的增长彰显出教育公司正在完善业务网络，跑马圈地带动教育上市公司未来发展。教育行业采取预收学费的收费模式，合同负债彰显公司成长能力。2025 年 3 月末，学大教育、行动教育、华图山鼎、昂立教育、科德教育和凯文教育的合同负债余额分别为 11.39 亿元、10.48 亿元、8.34 亿元、5.40 亿元、0.91 亿元和 0.21 亿元，合同负债较快增长彰显出教育上市公司未来发展的确定性。

**表4：教育行业上市公司轻资产扩张财务数据对比**

| 上市公司 | 使用权资产 (亿元) |      |      | 租赁负债 (亿元) |      |      | 合同负债 (亿元) |       |       |
|------|------------|------|------|-----------|------|------|-----------|-------|-------|
|      | 2022       | 2023 | 2024 | 2022      | 2023 | 2024 | 2022      | 2023  | 2024  |
| 学大教育 | 4.06       | 4.02 | 6.14 | 2.76      | 2.87 | 4.46 | 7.18      | 9.32  | 11.39 |
| 华图山鼎 | 0.03       | 3.85 | 5.24 | 0.02      | 2.08 | 3.16 | 2.33      | 7.79  | 8.34  |
| 凯文教育 | 0.16       | 0.08 | 1.78 | 0.10      | 0.04 | 1.57 | 0.83      | 0.37  | 0.21  |
| 昂立教育 | 1.09       | 3.10 | 4.91 | 0.58      | 2.16 | 3.66 | 5.79      | 6.22  | 5.40  |
| 科德教育 | 0.69       | 0.56 | 0.33 | 0.32      | 0.20 | 0.12 | 0.67      | 0.65  | 0.91  |
| 行动教育 | 0.24       | 0.43 | 0.39 | 0.14      | 0.30 | 0.26 | 9.58      | 10.80 | 10.48 |
| 均值   | 1.04       | 2.01 | 3.13 | 0.65      | 1.28 | 2.20 | 4.40      | 5.86  | 6.12  |

资料来源：wind，民生证券研究院

### 3.4 收现比高现金流好，负债率低盈利能力强

预收款的商业模式决定了教育行业收现比高，现金流好。2024 年行动教育、学大教育、华图山鼎、昂立教育、科德教育和凯文教育的收现比（销售商品提供劳务所收到的现金/营业收入）分别为 119.10%、108.51%、122.17%、108.34%、90.85%和 88.90%，均值为 106.31%，收现比较高。同时，公司经营性净现金流较好，2024 年行动教育、学大教育、华图山鼎、昂立教育、科德教育和凯文教育的经营性净现金流分别为 4.00 亿元、6.67 亿元、8.24 亿元、1.74 亿元、2.26 亿元和 0.56 亿元，均为正值，且远大于同期净利润水平，说明教育上市公司的业绩具有较强的现金流支撑，业绩增长的质量较高。

**表5：教育行业上市公司收现比 (%) 及经营性现金流 (亿元) 对比**

| 上市公司 | 收现比 (%) |        |        | 经营性净现金流 (亿元) |      |        |
|------|---------|--------|--------|--------------|------|--------|
|      | 2023    | 2024   | 2025Q1 | 2023         | 2024 | 2025Q1 |
| 行动教育 | 133.72  | 119.10 | 80.54  | 4.54         | 4.00 | -0.51  |
| 昂立教育 | 123.90  | 108.34 | 76.00  | 2.43         | 1.74 | -0.84  |
| 科德教育 | 77.71   | 90.85  | 97.31  | 2.74         | 2.26 | 0.51   |
| 学大教育 | 111.70  | 108.51 | 125.68 | 6.07         | 6.67 | 4.69   |
| 凯文教育 | 87.66   | 88.90  | 47.61  | 0.65         | 0.56 | -0.25  |
| 华图山鼎 | 158.74  | 122.17 | 108.36 | 1.94         | 8.24 | 1.43   |
| 均值   | 115.57  | 106.31 | 89.25  | 3.06         | 3.91 | 0.84   |

资料来源：wind，民生证券研究院

教育上市公司整体负债率较低，尤其是剔除预收款的资产负债率更低。截至 2025 年 3 月末，科德教育、凯文教育、行动教育、学大教育、华图山鼎和昂立教育的资产负债率分别为 23.43%、28.47%、54.33%、80.00%、81.01%和 90.17%；剔除预收款的资产负债率分别为 17.25%、27.95%、12.18%、70.96%、67.39%



和 85.01%。同时，教育上市公司盈利能力较强。2025 年 1 季度行动教育、华图山鼎、昂立教育、科德教育、凯文教育和学大教育的毛利率分别为 73.77%、61.36%、44.96%、36.79%、32.40%和 32.02%，净利率分别为 21.99%、14.69%、4.57%、20.43%、0.60%和 8.51%。

**表6：教育行业上市公司负债率（%）及盈利能力（%）对比**

| 上市公司 | 资产负债率 |       |        | 剔除预收款的资产负债率 |       |        | 毛利率（%） |       |        | 净利率（%） |       |        |
|------|-------|-------|--------|-------------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|
|      | 2023  | 2024  | 2025Q1 | 2023        | 2024  | 2025Q1 | 2023   | 2024  | 2025Q1 | 2023   | 2024  | 2025Q1 |
| 行动教育 | 54.09 | 56.63 | 54.33  | 15.46       | 16.01 | 12.18  | 78.26  | 76.05 | 73.77  | 32.77  | 34.65 | 21.99  |
| 昂立教育 | 85.70 | 92.39 | 90.17  | 76.19       | 87.98 | 85.01  | 41.73  | 44.73 | 44.96  | 19.72  | -2.79 | 4.57   |
| 科德教育 | 24.08 | 23.24 | 23.43  | 19.44       | 18.86 | 17.25  | 33.26  | 33.37 | 36.79  | 17.27  | 18.03 | 20.43  |
| 学大教育 | 81.29 | 79.04 | 80.00  | 73.82       | 70.80 | 70.96  | 36.50  | 34.56 | 32.02  | 6.88   | 6.33  | 8.51   |
| 凯文教育 | 29.24 | 30.43 | 28.47  | 27.29       | 29.58 | 27.95  | 24.14  | 27.45 | 32.40  | 19.09  | 10.87 | 0.60   |
| 华图山鼎 | 79.47 | 84.58 | 81.01  | 73.38       | 73.43 | 67.39  | 21.46  | 53.48 | 61.36  | 37.22  | 1.87  | 14.69  |
| 均值   | 58.98 | 61.05 | 59.57  | 47.60       | 49.44 | 46.79  | 39.22  | 44.94 | 46.88  | -3.18  | 7.87  | 11.80  |

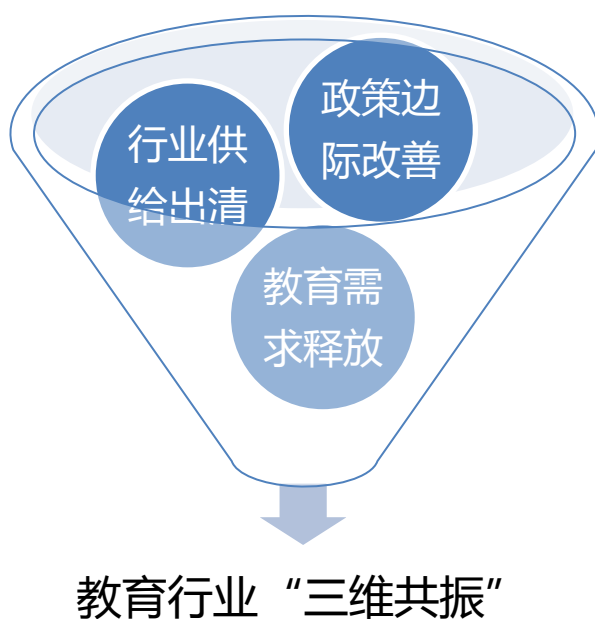
资料来源：wind，民生证券研究院

## 4 “三维共振”未来可期，AI+教育提升估值空间

### 4.1 “三维共振”未来可期，趋势性机会有望来临

当前，教育行业迎来了“三维共振”，即政策边际改善，行业供给出清，公司业绩释放，教育行业未来发展可期。“双减”、《实施条例》等政策的“最严”时刻已经过去，当前的政策导向主要以“疏”为主，正常的、合理的教育需求应当得到满足，在此背景下教育政策呈现出边际改善的态势，包括《校外培训管理条例》（征求意见稿）和《北京市民办教育促进法实施条例》（征求意见稿）等政策文件所提及的条款，预计未来在教育强国、强基计划背景下，“早培”、“点招”、“丘班”等将得到政策支持，未来教育政策边际改善可期。“双减”和《实施条例》对教育行业冲击是巨大的，由此导致了教育行业出现了政策推动型供给侧出清，转型、倒闭、“跑路”屡见不鲜。受营利性选择、资产证券化等教育政策影响，在行业回暖背景下，教育行业也很难吸引以资本为导向的投资，教育行业更多是存量竞争，因此教育行业呈现出“剩者为王”特点，即行业龙头和区域龙头通过新开、复点、扩建等方式享受了此轮的教育行业复苏。另外，教育上市公司业绩持续释放，我们认为经历了行业阵痛，没有“跑路”，并通过转型、创新业务模式的教育公司都是“好公司”，并能够享受行业复苏带来的市场红利，呈现出营业收入、净利润、合同负债、使用权资产、租赁负债、现金流等多个财务指标的良性共振，教育行业有望迎来趋势性机会。

图27：教育行业投资的核心逻辑：“三维共振”

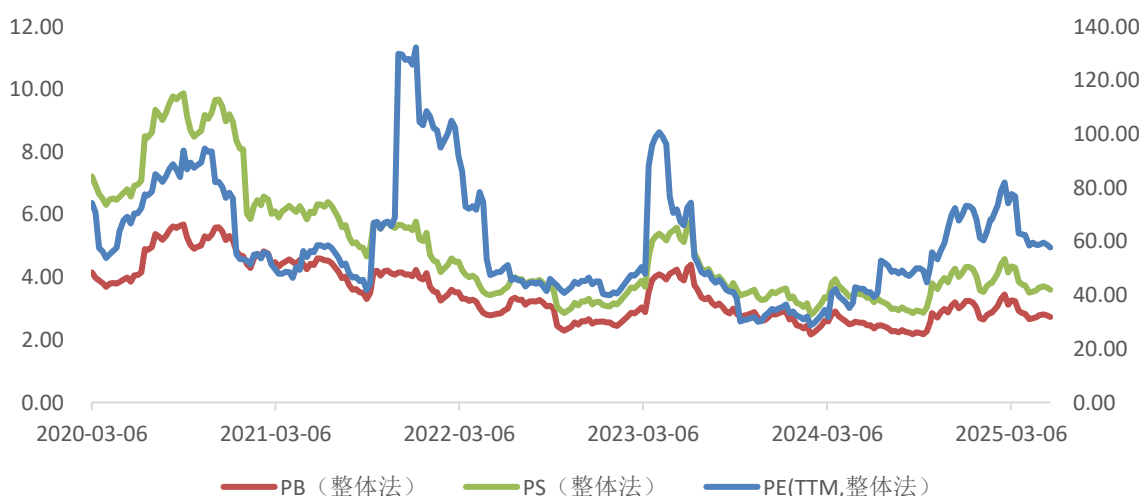


资料来源：中共中央、国务院、教育部等，民生证券研究院

## 4.2 估值整体处于较低水平，教育+AI 助力估值提升

当前，教育行业估值整体处于较低水平。截至 2025 年 5 月 26 日，WIND 教育指数成份 PE (TTM, 整体法) 57.68 倍，PB (整体法) 2.73 倍，PS (整体法) 3.60 倍，较历史峰值下降较为明显 (备注：2021 年 12 月 10 日 WIND 教育指数成份 PE (TTM, 整体法) 132.21 倍，PB (整体法) 4.23 倍，PS (整体法) 5.78 倍)。教育行业受“双减”和《条例》等规范政策的影响，教育公司退出了禁止性、限制性业务，部分公司直接将主要的资产进行出表，造成收入和利润快速下降，进而影响行业估值水平。2022 年以来，教育公司积极进行战略转型，大力布局素质教育、职业教育，并聚焦政策限制较小、迎来生源红利的“中高考”，教育上市公司收入重拾增长，业绩加速释放，预计教育行业动态估值 (PE、PB、PS) 有望下降。当前，人工智能 (AI) 发展如火如荼，2025 年或是 AI 智能体发展元年，Deep Seek “接入潮” 引爆 AI 应用，今年《政府工作报告》明确提出，持续推进“AI+”行动，AI+教育有望成为重要的应用场景。教育公司积极把握 AI 的市场风口，好未来推出了九章大模型 (MathGPT)，有道推出了“子曰”大模型，豆神教育推出了豆神 AI 大模型，行动教育推出了“智多行”AI 助手平台。同时，教育公司纷纷接入 Deep Seek，进一步加大 AI+教育产品新形态的商业化落地，助力招生、提高效率和节约成本。同时，国家出台政策，加快 AI+教育快速发展。《教育强国建设规划纲要》明确提出促进 AI 助力教育改革，打造 AI 教育大模型。《北京市推进中小学 AI 教育工作方案 (2025-2027 年)》要求，从今年起，通过创新培育“京娃”系列智能体，中小学开设 AI 通识课、打造一批“助教、助学、助育、助评、助研、助管”应用场景，推动 AI 赋能基础教育。我们认为 AI+教育有助于行业估值提升，打开教育行业估值空间，估值修复行情值得期待。

图28：教育行业整体估值水平：PE (TTM, 整体法)、PB (整体法) 和 PS (整体法)



资料来源：WIND，民生证券研究院，右轴为 PE (TTM, 整体法) 估值数据

### 4.3 投资建议：“三维共振”+AI 助力，行业配置正当时

我们认为教育行业正迎来政策边际改善、行业供给出清和需求释放的“三维共振”，教育公司业绩快速释放，估值优势日益显著。同时，教育行业是 AI 重要的应用场景，AI+教育有望提升估值空间，教育行业有望迎来趋势性机会。我们认为教育行业配置正当时，给予行业“推荐”评级，重点推荐凯文教育（国际学校“第一股”，积极布局 AI+教育）、华图山鼎（公考线下“新龙头”，业绩有望加速释放）、学大教育（“个性化”教培龙头，受益中高考需求释放）、昂立教育（沪上全科教培龙头，战略转型前景可期）、科德教育（油墨龙头战略转型，AI+教育值得期待）和行动教育（实效管理“第一股”，“一体两翼”战略发力）。

图29：教育行业核心投资逻辑：三位共振+AI 助力

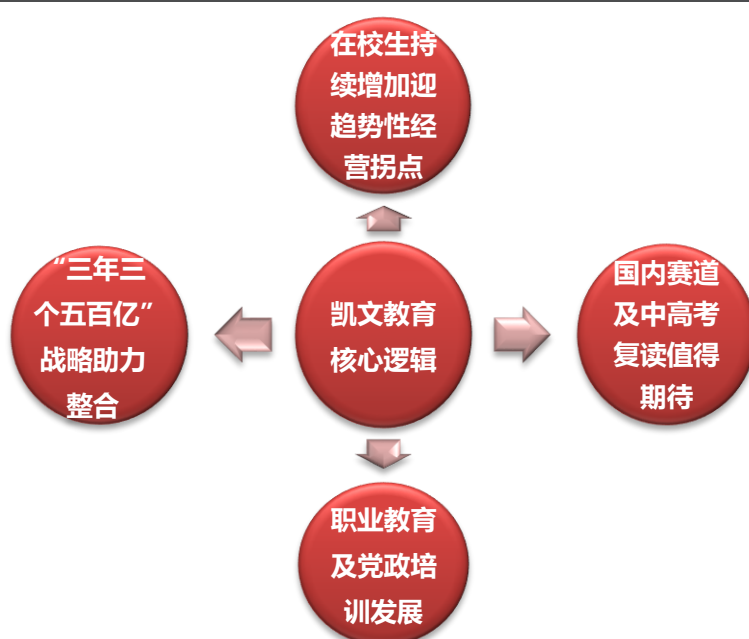


资料来源：WIND，民生证券研究院

1、凯文教育核心观点：（1）公司或将迎来趋势性经营拐点，公司已连续两个季度实现经营性盈利，预计随着招生季到来，在校生有望迎来增加，助力公司收入增长和利润释放。（2）国内赛道及中高考复读市场值得期待。海淀凯文推出了景润数学特色班，从小培养孩子的数学思维，并扩大了招生规模；朝阳凯文精品素质高中发展良好，招生规模持续扩大，在校生有望持续增长；博华双语加大中高考复读班和国内高中的办学力度，预计未来国内赛道有望成为公司重要的增量。（3）职业教育及党政培训发展较快。公司与企业和高校合作，通过产业学院大力发展职业教育，未来在校生人数有望保持快速增长。同时，公司积极布局党政领导干部培训市

场，并在海国投的支持下，2025 年业务有望放量，助力其业绩释放。(4) 海国投有望加大整合力度。公司控股股东海国投提出了“未来三年三个五百亿”战略，2025 年是战略落地关键年，海国投有望加大对公司支持和整合力度。一是股权划转尽快完成，二是加快公司资产由重到轻，三是资产整合力度加大，海淀国资旗下还拥有海淀外国语海南学校，同时还有已竣工的凯文天津校区，未来有望整合资源运营管理。综上，公司或将迎来趋势性经营拐点，积极布局国内赛道及中高考复读市场，大力发展职业教育和政企培训业务，海国投有望加大整合力度。

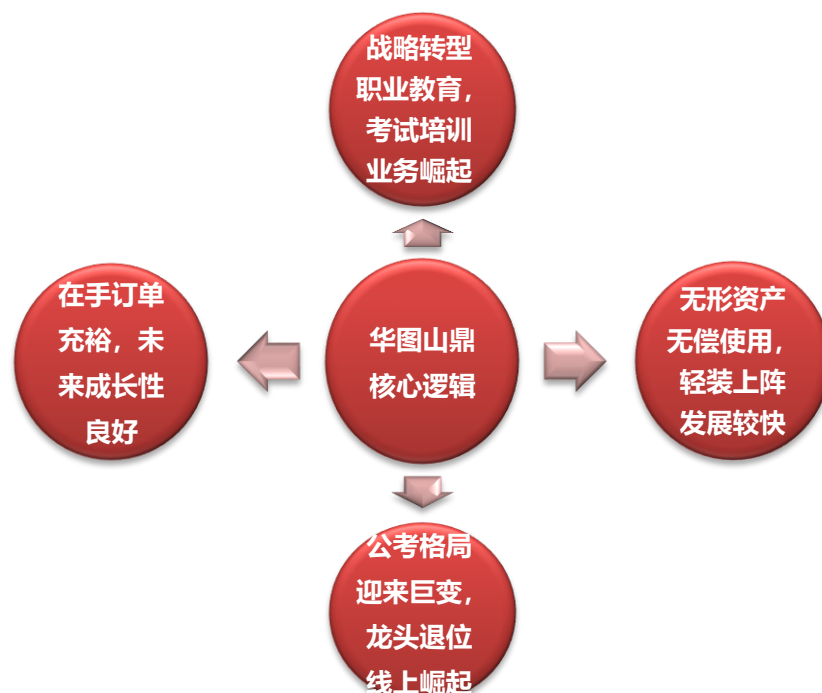
图30：凯文教育核心投资观点及主要投资逻辑



资料来源：凯文教育公司公告，民生证券研究院

2、华图山鼎核心观点：公司战略转型职业教育，聚焦公务员、事业单位和医疗卫生等领域的考试培训业务，通过无形资产无偿使用+全国业务网络建设+员工平移+存量课程代交付等方式，公司非学历考试培训业务“几何级”增长。目前，公考行业格局变化巨大，龙头折翼线上崛起，公司进入公考市场恰逢其时，在控股股东的大力支持下，公司坚定执行“好老师、好课程、好服务”的“三好华图”战略，持续完善升级“红领培优”、“基地班”、“事业有成”等系列课程，并可能拓展教师、金融、财会等新的业务领域，助力公司快速成长，2024 年中期公司公务员考试培训业务收入已超过竞争对手，华丽蜕变为线下公考培训新龙头。目前，公司新签订单充裕，交付能力较强，课程口碑较好，再加上控股股东的大力支持和公考行业的巨变，公司借助上市平台，可以实现更快、更高质量发展。

图31：华图山鼎核心投资观点及主要投资逻辑



资料来源：华图山鼎公司公告，民生证券研究院

3、学大教育核心观点：公司是个性化教育龙头企业，是教育中概股回归“第一股”。“双减”后，公司积极进行战略重塑和业务结构调整，构建了以个性化教育服务为核心，职业教育、文化阅读和医教融合等业务板块快速发展的业务。公司通过个性化学习中心和全日制培训基地进行全国布局，完善的产品矩阵，雄厚的师资力量，持续的研发投入，随着中高考“十年红利期”的到来，公司业务快速复苏，且客单价上升提高了公司盈利能力，公司毛利率、净利率持续提高，业绩加速释放。同时，创始人金鑫先生回归，有利于公司加强管理和历史遗留问题解决，2025年2月公司偿还最后一笔紫光卓远的委托借款，私有化所产生的历史遗留问题彻底解决，有利于公司中长期高质量发展。另外，公司推出了股权激励计划和上市公司回购计划，激励对象覆盖面广，行权价格相对较低，有利于激发董监高及核心员工的积极性，并助力员工的稳定性，实现公司更快发展。公司回购股份主要用于注销及股权激励（或员工持股），彰显对公司价值的看好。



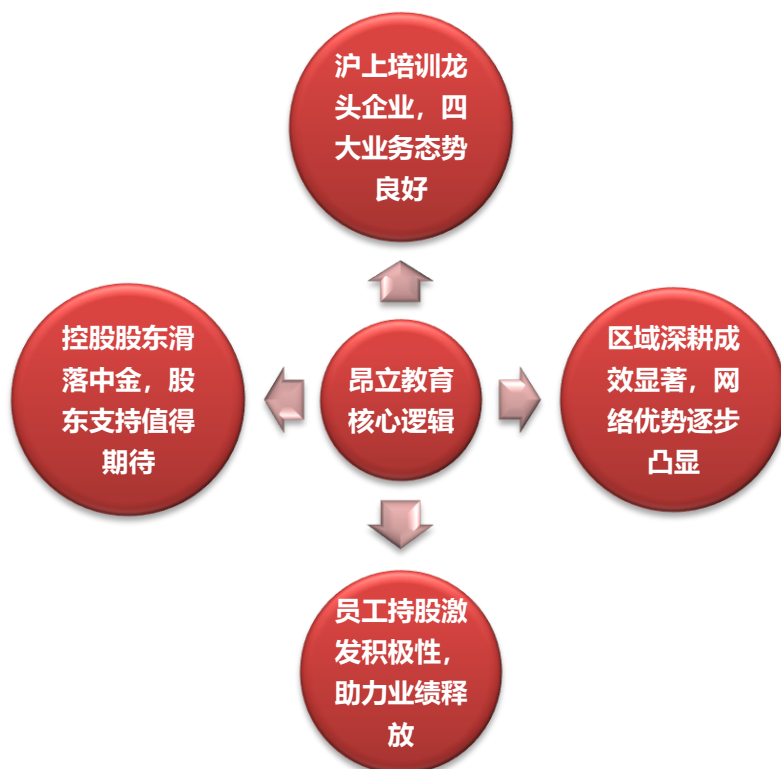
图32：学大教育核心投资观点及主要投资逻辑



资料来源：学大教育公司公告，民生证券研究院

4、昂立教育核心观点：公司是沪上校外培训龙头企业，采取调整转型战略和区域深耕战略，全面转向素质教育及中高考培训，大力布局职业教育，积极探索成人教育，稳步推进国际及基础教育，形成了较为完善的素质教育、职业教育、成人教育和国际与基础教育等四大业务板块。同时，公司加大网点建设力度，打造“您身边的昂立”，实现家门口就能轻松学，并实施“名师”战略，加大研发力度，完善和丰富教育产品及服务，网点扩张较快，合同负债快速增长，未来成长性较好。公司控股权花落中金投资，控股股东有望加大对公司管理、资金和业务方面的支持，有利于公司中长期发展。公司推出了激励力度较大的员工持股计划，有利于激发员工的积极性，并有助于核心员工的稳定，尤其是 2024 年员工持股计划与净利率挂钩，有助于公司未来几年开源节流释放利润。

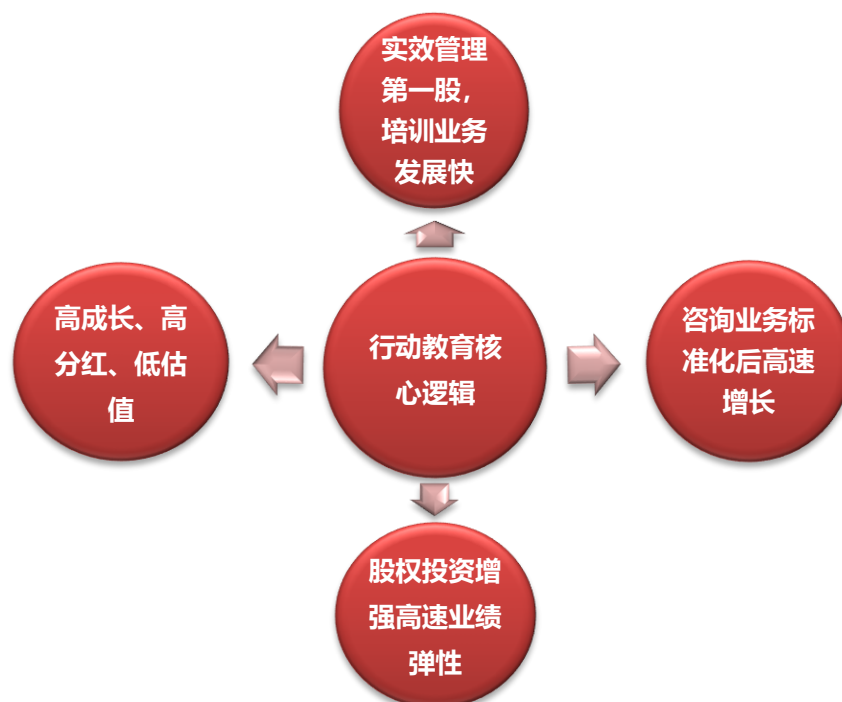
图33：昂立教育核心投资观点及主要投资逻辑



资料来源：昂立教育公司公告，民生证券研究院

5、行动教育核心观点：公司是 A 股市场实效管理第一股，致力于成长为全球实效商学院。公司聚焦企业管理培训业务，拥有《浓缩 EMBA》、《校长 EMBA》、落地方案班、小班定制课、1V1 和 OMO 数字商学院，能够满足不同发展阶段企业管理培训的需求，为企业管理赋能，助力企业迈向第一。公司制定“一核两翼”发展战略，在深耕管理培训业务的同时，积极发展管理咨询业务和股权投资业务。管理咨询业务在实现标准化、信息化、系统化和软件化，管理咨询业务开始释放增长动能，尤其是 2024 年增长很快。股权投资业务发展态势良好，尤其是在高科技领域的投资，我们预计能够给公司带来一定的投资收益，增强公司业绩弹性。公司业务网络日益完善，全国布局+教育出海，大客户战略和“金砖计划”助力公司新签订单较快增长。同时，公司师资力量雄厚，研发能力较强，课程体系日益完善，报到率、复购率和转介绍率较高，业绩确定性较强，未来成长性良好。另外，公司是典型的“高成长、高分红、低估值”标的，分红率达到 90%，股息率达到 6%。

图34：行动教育核心投资观点及主要投资逻辑



资料来源：行动教育公司公告，民生证券研究院

6、科德教育核心观点：公司是胶印油墨和 UV 油墨行业知名企业，主打绿色环保油墨化工产品，“东吴牌”和“Kingswood”品牌美誉度高，油墨化工业务稳步发展，是公司战略转型的基石。公司将教育培训作为转型方向，并采取外延并购方式积极布局中高考复读班、营利性高中和中职等。公司先后收购了龙门教育、西安英培、天津旅外和毛坦中学，在西安中高考复读市场竞争优势明显，同时中职人才培养和升学通道建设方面成效显著，并有望发力营利性高中，教育服务业务未来发展将迎来内生增长+外延扩张的双轮驱动，教育业务具有较好的成长性。公司积极探索“AI+教育”应用场景，2024 年推出一款 AI 智能学习软件——科德 AI 学，提供涵盖金融、教师、会计师、安全工程师、消防工程师、注册建造师、心理咨询师等热门职业认证技能教程，能够为学员提供优质个性化的培训考证服务，已拥有近 3 万名用户。另外，公司战略投资中昊芯英，致力于提供推理和训练芯片，拥有中国自研高性能 TPU 架构 AI 芯片“刹那”和超算集群“泰则”，能够提供“自研 AI 芯片+超算集群+AIGC 预训练大模型”的三位一体化方案，加速 AI 工程落地与产业化进程。中昊芯英业绩表现良好，通过投资收益增强了公司业绩弹性，未来有望受益于中昊芯英再融资、资产证券化等资本运作，从而对公司产生积极影响。

图35：科德教育核心投资观点及主要投资逻辑



资料来源：科德教育公司公告，民生证券研究院

## 5 风险提示

**1、行业政策变动风险。**教育行业是政策敏感性行业，教育政策的变动对行业影响深远，如“双减”、《实施条例》对教育行业影响是颠覆性的。未来有可能再出台类似教育政策，对行业的影响和冲击不容忽视。同时，出国留学也面临海外对留学生政策变动的的影响，最近美国拟对“与中国政府有联系”和“关键领域学习”的学生进行重点审查，并可能吊销中国学生的签证，进而影响出国留学，尤其是赴美留学，相关公司业务可能受到影响。

**2、行业竞争加剧风险。**当前教育行业龙头、区域龙头、名师工作室、有升学通道的机构加大了市场布局，新开及复点较多，行业竞争有加剧影响，进而影响获客、客单价，进而影响公司未来成长及业绩释放。

**3、招生不及预期风险。**当前新生人口下降显著，虽然中高考迎来了“黄金十年”，但学前教育和一二年级学生较少，后续增长相对乏力。同时，当前参培率相对较低，虽然市场容量较大，但存在招生不及预期风险。

**4、业绩释放缓慢风险。**教育行业采取预收款模式，通过消课确认收入，从合同负债增长情况来看，教育公司业绩释放确定性大，但是学生请假、教育核查、老师病事假等问题，造成消课缓慢，进而影响教育公司业绩释放等。

## 插图目录

|                                                    |    |
|----------------------------------------------------|----|
| 图 1: “双减”下教培公司的战略选择.....                           | 4  |
| 图 2: “双减”政策对行业的影响及冲击（家）.....                       | 4  |
| 图 3: 集团化办学涉及义务教育阶段的禁止行为.....                       | 6  |
| 图 4: 利益关联方的界定.....                                 | 6  |
| 图 5: 国家出台的职业教育代表性政策.....                           | 7  |
| 图 6: 2023 年国家出台的产教融合相关政策文件一览.....                  | 8  |
| 图 7: 职普融通的三大政策举措.....                              | 9  |
| 图 8: 我国出生人口（万人）及出生率（‰）.....                        | 10 |
| 图 9: 我国普通小学、初中和普通高中招生人数（万人）.....                   | 10 |
| 图 10: 近年来我国高考报名人数（万人）及增长率（%）.....                  | 11 |
| 图 11: 近年来我国高考复读生（万人）和增长率（%）.....                   | 11 |
| 图 12: 我国幼儿园到高中学生数（万人）及参培率（%）.....                  | 12 |
| 图 13: 我国素质教育市场规模（亿元）及增速预测.....                     | 12 |
| 图 14: 高中学科培训支出（元/年）及参培率（%）.....                    | 12 |
| 图 15: 高中学科培训市场规模（亿元）及增长率（%）.....                   | 12 |
| 图 16: 2000-2023 年我国出国留学人数走势图（万人）.....              | 13 |
| 图 17: 2023 年中国大陆高等教育阶段留学生占比.....                   | 13 |
| 图 18: 当前我国校外培训行业竞争格局.....                          | 14 |
| 图 19: 2024 年以来 AI+教育相关政策及文件一览.....                 | 15 |
| 图 20: 主要教育公司推出的 AI+教育大模型.....                      | 16 |
| 图 21: 《条例》的核心亮点.....                               | 17 |
| 图 22: 《办法》的核心看点.....                               | 18 |
| 图 23: 教育需求是刚性需求：三个维度看教育.....                       | 19 |
| 图 24: 数理人才拔尖培养项目：丘班.....                           | 20 |
| 图 25: 从人大附到上海“三公”再到复旦“旦旦营”看教育需求.....               | 21 |
| 图 26: 教育需求加速释放：公开选拔+神秘考助力.....                     | 22 |
| 图 27: 教育行业投资的核心逻辑：“三维共振”.....                      | 26 |
| 图 28: 教育行业整体估值水平：PE（TTM，整体法）、PB（整体法）和 PS（整体法）..... | 27 |
| 图 29: 教育行业核心投资逻辑：三位共振+AI 助力.....                   | 28 |
| 图 30: 凯文教育核心投资观点及主要投资逻辑.....                       | 29 |
| 图 31: 华图山鼎核心投资观点及主要投资逻辑.....                       | 30 |
| 图 32: 学大教育核心投资观点及主要投资逻辑.....                       | 31 |
| 图 33: 昂立教育核心投资观点及主要投资逻辑.....                       | 32 |
| 图 34: 行动教育核心投资观点及主要投资逻辑.....                       | 33 |
| 图 35: 科德教育核心投资观点及主要投资逻辑.....                       | 34 |

## 表格目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 重点公司盈利预测、估值与评级.....                   | 1  |
| 表 1: 近年来我国出台的“双减”政策一览表.....           | 3  |
| 表 2: 近年来我国出台的“双减”政策一览表.....           | 5  |
| 表 3: 教育行业上市公司营收增速（%）与归母净利润增速（%）.....  | 23 |
| 表 4: 教育行业上市公司轻资产扩张财务数据对比.....         | 24 |
| 表 5: 教育行业上市公司收现比（%）及经营性现金流（亿元）对比..... | 24 |
| 表 6: 教育行业上市公司负债率（%）及盈利能力（%）对比.....    | 25 |



## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将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。

## 评级说明

| 投资建议评级标准                                                                                                              | 评级   | 说明                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|                                                                                                                       | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|                                                                                                                       | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
| <b>公司评级</b>                                                                                                           | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|                                                                                                                       | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
| <b>行业评级</b>                                                                                                           | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|                                                                                                                       | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048