证券研究报告—深度报告

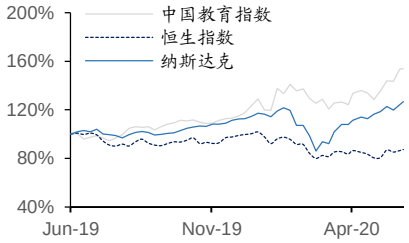
海外教育

海外教育专题

超配
（维持评级）

2021 年 03 月 30 日

一年该行业与指数走势比较



相关研究报告:
《海外教育 2020 年中期策略：把握长期优质赛道的龙头机遇》 ——2020-07-03
《行业政策解读系列专题：教育部推出“强基计划”，2020 年起取消高校自主招生》 ——2020-01-16

证券分析师：荣泽宇
电话：010-88005307
E-MAIL：rongzeyu@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519060003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

行业专题

2020 教育行业大事梳理

- **上市教育资产规模不断壮大**

2017 年后海外市场的教育资产上市提速，无论是公司数量、板块市值，还是涉及细分领域都显著增加。截至 2020 年底，港美股合计上市公司数量 45 家，市值约 7500 亿元人民币，覆盖高教、职教、教培、K12、在线教育等多个细分领域。教育是国之大计，社会资本是我国教育事业重要的参与者。随着我国教育事业的蓬勃发展，未来板块有望持续扩大。

- **回顾：绝对收益和相对收益显著**

海外教育今年整体和各细分板块收益率均大幅领先港股其余行业指数。我们认为教育板块表现突出的原因在于：1）教育行业具备较好的成长空间和业绩确定性，受到疫情影响较小，疫情期间受到资金青睐。2）教培龙头在疫情中应对得当，在部分中小机构因资金链断裂而倒闭的情况下，未来市场份额有望提升。3）疫情期间教学场景从线下到线上的转移加速了用户对在线产品的认知。4）高教机构财报靓丽，大规模扩招让板块整体预期 eps 得到提升。

- **展望：行业长期向好，公司分化在所难免**

民办教育在不同学段的多个领域能够长期持续为社会创造价值；如补充社会教育办学经费、丰富教育内容、培养社会亟需的应用型人才等，这是民办教育得以长期发展的根源所在。未来我国服务业蓬勃发展是长期趋势，而教育作为服务业中的优质赛道，量、价提升空间巨大。

在行业整体发展的同时，上市公司在业绩表现、市值规模方面正在且将持续出现不可避免的分化。原因在于：1）在业务和商业模式没有显著创新的前提下，新上市的小公司难以在竞争中脱颖而出。2）上市时间久、市值大、具备较长良好过往记录的公司具备更高的流动性和业绩能见度，相比新上市的小规模的公司，更容易被纳入投资者的组合当中。3）市场对同类公司的横纵向比较日渐深入，个股之间差异会逐渐引导估值分化。4）龙头在合规性、师资培训、教研、教学质量保障、组织管理、资金充裕度等方面的规模化竞争优势越发突显，未来行业马太效应或将加剧。

- **投资建议：关注优质细分赛道龙头**

重点推荐教培、高教、职教的龙头企业。教培：新东方、好未来、跟谁学、新东方在线等；高教：宇华教育、希望教育、中教控股等；职业教育：中国东方教育。

- **风险提示**

风险偏好发生重大转变；公司运营出现负面事件；政策出台不及预期。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	股价（港元）	总市值（亿元）	EPS 2020E	EPS 2021E	PE 2020E	PE 2021E
6169.HK	宇华教育	买入	194.02	6.36	*0.29	*0.32	*20.01	*18.13
0839.HK	中教控股	买入	229.93	12.46	*0.45	*0.54	*25.26	*21.05
1765.HK	希望教育	买入	162.48	2.65	*0.09	*0.12	*26.86	*20.15

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测
注：带*数据为国信证券经济研究所预测，股价和市值数据截至 2020.6.30

投资摘要

关键结论与投资建议

近年来民办教育行业处于较大的历史变革时期。随着我国社会主要矛盾发生深刻的变化，学历教育和课外培训行业都面临着在新的阶段更加多元化、多层次的挑战。**能够成功应对包括监管和自身提质增效挑战的公司，将有望在未来赢得更加有利的竞争格局和更大的发展空间。**我们认为，做好复盘工作，对接下来我们展望 2021 年以及之后更长期教育行业的发展趋势和投资机会，有着重要意义。

展望未来，我们认为高教、教培和职教均具备较好的发展前景。其中龙头企业在合规经营、教研体系、教学质量、管理能力、资金保障维度具备综合性优势，能够在中长期不断拓展自身市场份额的同时，为社会创造更加明确和多元化的价值。K12 学历教育方面，市场对政策不确定性尚有一定程度担忧，但基本面优质的公司如天立教育已经走出亮眼的独立行情。我们依旧看好这一赛道，并期待民促法实施条例能够尽快落地。

核心假设或逻辑

未来优质的头部上市教育公司新招生和学费有能力随办学质量提升而持续增长。

高教龙头能够持续推进优质标的的并购，通过自身优秀的投后管理能力提升标的教学质量和财务表现。

疫情期间客户对在线教育的认知和接受程度大幅提高，推动行业提前进入爆发期。优质公司有能力把握住机遇，在产品端和获客端持续取得优异表现。

头部机构有能力应对社会发展新时期下的挑战与关切，为自身进一步壮大和提供多元化价值打好内部基础。

与市场预期不同之处

当前市场对教育行业的上市公司所体现出的成长性和确定性价值已有一定体现。但对于各版块各自特点与长期行业发展趋势、个股间趋同或分化的走势判断、以及由此带来的业绩和估值差异导致的股价分化，还未有较为全面和一致的预期。我们认为，由于各领域市场状态和商业模式的差异，板块间的估值水平有必要分别讨论。同时，各板块长期看均会呈现出强者恒强的局面，但对于如何定义“强”，目前尚无非常明确的一致结论。

本篇报告希望通过复盘 2020 这一不平凡的年份教育行业发生的一些重大事件，为后续深入分析做好基础工作。

股价变化的催化因素

第一，行业政策和经营环境向好发展。

第二，新招生和学费持续提升。

第三，并购项目持续落地，且投后管理成效显著。

第四，公司良好应对新挑战，并获得更加有利的市场竞争格局。

核心假设或逻辑的主要风险

并购项目失败、长时间未能并表，并购后管理不善;

用户对在线教育产品使用意愿和频率无较大提升。

政策出台对行业产生长期重大的负面影响。

内容目录

总结，为了更好地研判未来 6
海外市场教育板块不断壮大 6
股票收益相对大盘较为显著 9
高教扩招规模继续扩大，预期估值和业绩均有提升 13
教培龙头应对疫情出色，在线教育渗透加速 15
职教：东方教育短期疫情承压，长期优势依旧 17
板块分化明显，细分赛道龙头更出色 18
2020 年教育行业大事件盘点 21
事件一 “十三五”收官之年教育事业发展水平到达新高度 21
事件二 中职/高职/专升本/研究生扩招，学历教育规模扩大 22
事件三 独立学院转设加速 24
事件四 素质教育政策更加细化 26
事件五 在线教育迎来高速发展机遇，抢占新客营销投入持续扩大 27
事件六 线上教育监管更加严格 28
事件七 OMO 模式成未来教培行业重要趋势 29
投资建议：把握细分赛道龙头机遇 31
风险提示 31
国信证券投资评级 33
分析师承诺 33
风险提示 33
证券投资咨询业务的说明 33

图表目录

图 1：海外教育公司累计上市数量 6
图 2：海外教育上市公司总市值（亿元） 6
图 3：各版块上市教育上市公司数量（截至 2020.12.31） 7
图 4：各版块上市教育公司市值（亿元）（截至 2020.12.31） 7
图 5：教育板块与指数走势对比（截至 2020.12.30） 10
图 6：教育各板块与港股其他行业上半年收益率对比（截至 2020.6.30） 11
图 7：教育各板块与港股其他行业下半年收益率对比（2020.6.30-2020.12.31） 12
图 8：教育各板块与港股其他行业全年收益率对比（截至 2020.12.31） 12
图 9: 高教板块各成分 2021 财年 wind 一致预测 EPS 和 PE 上半年变化(截至 2020.6.30) 13
图 10: 高教板块各成分 2021 财年 wind 一致预测 EPS 和 PE 全年变化(截至 2020.12.31) 14
图 11：高教板块各成分 2021/2022 财年 PE（截至 2020.12.31） 14
图 12：教培和 K12 学历教育板块各成分 2021 年预测 EPS 和 PE 上半年变化（截至 2020.6.30） 15
图 13：教培和 K12 学历教育板块各成分 2021 年预测 EPS 和 PE 全年变化（截至 2020.12.31） 16
图 14：教培和 K12 学历教育板块各成分 2021/2022 财年 PE（截至 2020.12.31） 16
图 15：教培公司业绩和估值提升逻辑简图 17
图 16：中国东方教育各类课程新培训人次短期学生人数和占比 17
图 17：港股高教公司近一年净利润增长率与收益率（亿元） 18
图 18：港股高教公司市值与近两年累积收益率（亿元） 18
图 19：港股 K12 公司近一年净利润增长率与收益率（亿元） 18
图 20：港股 K12 公司市值与近两年累积收益率（亿元） 18
图 21：跟谁学季度营收和同比增速（百万元，%） 20
图 22：跟谁学季度 Non-GAAP 净利润和利润率（百万元，%） 20
图 23：天立教育营收和同比增速（百万元） 20
图 24：天立教育净利润和同比增速（百万元） 20
图 25：幼儿园在园幼儿数及学前教育毛入学率（万人） 21
图 26：普惠性幼儿园在园幼儿数及覆盖率（万人） 21
图 27：全国义务教育规模及义务教育巩固率（万人） 21
图 28：小学在校生和净入学率（万人） 22
图 29：初中在校生和毛入学率（万人） 22
图 30：高中在校生和毛入学率（万人） 22
图 31：高等教育在学总规模和毛入学率（万人） 22
图 32：近年来初中毕业生就读中职人数和比例（万人） 23
图 33：2025 年中国制造业十大重点领域人才缺口（万人） 23
图 34：普通高等学校招生人数和同比增速（万人） 24
图 35：民办普通高等学校招生人数和同比增速（万人） 24
图 36：研究生新招生人数和同比增速（万人） 24
图 37：民办学校研究生招生人数和同比增速（人） 24
图 38：独立学院数及转设完成数（截至 2020.12.31） 25
图 39：新东方在线营收和同比增速（百万元） 27
图 40：新东方在线毛利率和净利率 27
图 41：跟谁学营收和同比增速（百万元） 27
图 42：跟谁学 Non-GAAP 净利润和净利润率 27
图 43：新东方 OMO 模式介绍 30

表 1：港股上市教育公司（股价和市值截至 2020.12.31）.....8
表 2：美股上市教育公司（股价和市值截至 2020.12.31）.....9
表 3：重点海外教育公司最新财年财务指标（按市值排序）.....19
表 4：重点海外教育公司 2018-2020 当年收益率对比（按市值排序）.....19
表 5：2020 扩招、学历提升政策盘点.....23
表 6：民办高校集团旗下独立学院概况（截至 2021.2.8）.....26
表 7：2020 提倡素质教育政策盘点.....26
表 8：2018 年后 K12 教培行业部分监管政策整理.....28
表 9：2020 教培机构监管政策盘点.....29
表 10：港股教育标的最新财报期数据对比（截至 2020.6.30）.....31
表 11：美股教育标的最新财报期数据对比（截至 2020.6.30）.....32
表 12：重点公司盈利预测和估值（截至 2020.6.30）.....32

总结，为了更好地研判未来

习近平总书记在中国共产党十九大上的报告中指出：中国特色社会主义进入新时代，我国社会的主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。

站在 2021 年一季度末，再度学习体会上述内容，对照教育行业近年来牵动各方神经的一系列事件，不知道各位是否和我一样，会有更多更深刻的感触。

近年来教育行业，作为海外股市迅速崛起的热门板块，吸引了包括投资者和社会各界越来越多的关注。板块背后所依托的强大的内需市场、优质公司出色的管理组织和业务拓展能力，都得到了资本市场的高度认可，很多标的也为投资人带来了可观的收益。与此同时，教育作为国计民生热点问题，其改革工作任重道远。期间所引发的社会舆论关注、政府引导监管，也对资本市场形成了连续的、不可忽视的影响。

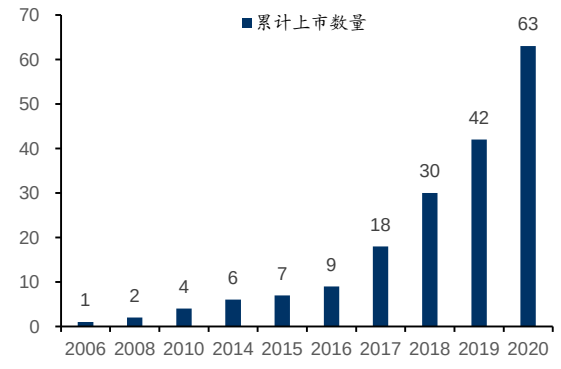
跟踪和研究教育板块三年多的时间，我们愈发感受到这一行业所创造的社会价值巨大、影响广泛，同时仍旧有诸多可以进步优化的方向和努力提升的空间。教育行业的研究具有高度的复杂性，如何筛选和识别出能够长期为国家、社会、股东创造多元价值的、符合时代发展潮流的投资标的，如何给予个股客观、理性、公允的定价逻辑，是我们希望能够参与解决的挑战。

2020 年对于教育行业而言是不平凡的，史无前例的疫情冲击着校内外各个产业链环节，对行业的发展有着重大的短期影响和深刻的中长期影响。本篇报告，希望通过系统性回顾 2020 年教育行业在海外资本市场表现与产业大事梳理，为读者呈现那些过去不久、对未来仍在重要影响的事件，更加全面了解教育行业面貌，为我们后续的研究做好基础。

海外市场教育板块不断壮大

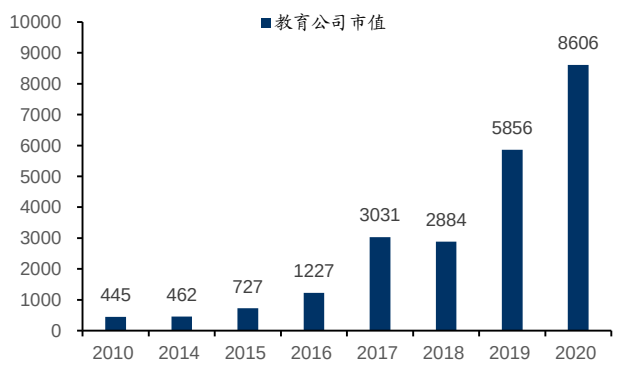
上市公司数量和总市值持续提升。2006 年新东方在美股上市，成为首家上市教育公司；其后正保远程教育、好未来等陆续于美股上市。2006-2016 年 10 年间教育公司上市节奏较缓慢。受到民促法修法利好预期刺激，2017 年以来多家学历教育公司和教培公司分别陆续登陆港股市场和美股市场，教育公司上市数量和总市值快速增长。截至 2020 年 12 月 31 日，海外上市的国内教育公司累计数量达 63 家，总市值累积近万亿人民币。

图 1：海外教育公司累计上市数量



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 2：海外教育上市公司总市值（亿元）



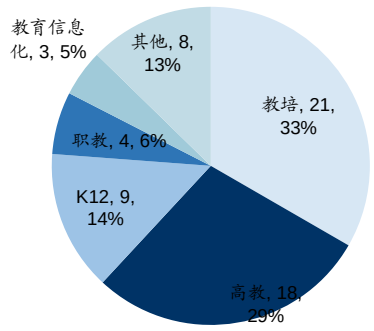
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

近年来上市教育公司覆盖的细分领域逐步增加。2017 年开始一大批高教和 K12 学历教育公司登陆港股，学历教育板块快速增长；2018 年后高教和教培板块进一步扩大；教培板块中纯在线教育机构陆续出现；2019 年后教育信息化领域公司开始登陆美股市场。

截至 2020 年 12 月 31 日，教培板块是海外教育第一大板块。公司数量最多、总市值最大，分别占海外教育总数量和总市值的 33%和 74%，21 家公司市值合计突破 6 千亿；其中包括 7 家纯在线教育机构，市值合计 1279 亿元；新东方、好未来作为教培的双巨头，二者市值合计 4791 亿元，占整个教培板块的 76%和海外教育板块的 56%。

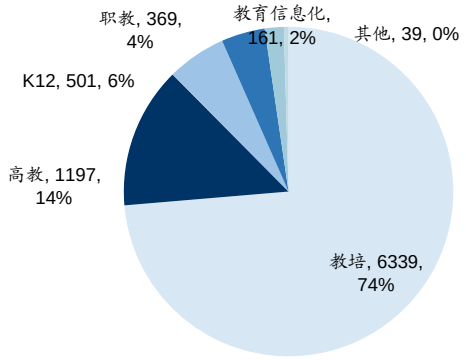
学历教育中的高等教育、K12 教育、职业教育的数量和市值分别位列第二到第四。学历教育共计 31 家公司，市值合计 2067 亿，分别占整体的 49%和 24%；其中高等教育 18 家公司市值合计近 1200 亿，分别占整体的 29%和 14%。

图 3：各版块上市教育上市公司数量（截至 2020.12.31）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 4：各版块上市教育公司市值（亿元）（截至 2020.12.31）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

表 1：港股上市教育公司（股价和市值截至 2020.12.31）

股票代码	证券简称	上市时间	市值（亿元）	股价（港元）	类别
0667.HK	中国东方教育	2019-06-12	344.13	18.64	职教
0839.HK	中教控股	2017-12-15	270.37	14.94	高教
1797.HK	新东方在线	2019-03-28	234.74	27.90	(线上)教培
6169.HK	宇华教育	2017-02-28	189.73	6.66	高教
1773.HK	天立教育	2018-07-12	148.76	8.16	K12 学历
1765.HK	希望教育	2018-08-03	131.51	2.16	高教
1981.HK	华夏视听	2020-07-15	114.84	8.22	高教
1890.HK	中国科培	2019-01-25	91.59	5.40	高教
0382.HK	中汇集团	2019-07-16	76.45	8.87	高教
6068.HK	睿见教育	2017-01-26	69.26	3.72	K12 学历
2001.HK	新高教集团	2017-04-19	64.32	4.82	高教
1769.HK	思考乐教育	2019-06-21	60.80	13.00	教培
1565.HK	成实外教育	2016-01-15	60.31	2.32	K12 学历
1935.HK	嘉宏教育	2019-06-18	53.49	3.97	高教
1317.HK	枫叶教育	2014-11-28	51.43	2.04	K12 学历
1569.HK	民生教育	2017-03-22	40.11	1.13	高教
2779.HK	中国新华教育	2018-03-26	34.93	2.58	高教
9616.HK	东软教育	2020-09-29	28.05	5.00	高教
1756.HK	华立大学集团	2019-11-25	27.77	2.68	高教
1525.HK	建桥教育	2020-01-16	22.70	6.50	高教
3978.HK	卓越教育集团	2018-12-27	21.45	3.00	教培
1593.HK	辰林教育	2019-12-13	20.45	2.43	高教
1969.HK	中国春来	2018-09-13	12.62	1.25	高教
1598.HK	21 世纪教育	2018-05-29	7.86	0.80	教培
9986.HK	大山教育	2020-07-15	7.27	1.08	教培
1851.HK	银杏教育	2019-01-18	6.82	1.62	高教
1082.HK	香港教育国际	2020-08-07	6.41	1.31	教培
1752.HK	澳洲成峰高教	2018-05-11	6.15	0.30	高教
1449.HK	立德教育	2020-08-06	5.16	0.92	高教
1758.HK	博骏教育	2018-07-31	3.94	0.57	K12 学历
1775.HK	精英汇集团	2020-08-08	2.15	0.51	教培
2371.HK	创联教育金融	2020-08-11	2.11	0.04	(线上)教培
8067.HK	东方大学城控股	2020-08-09	2.05	1.35	其他
8055.HK	中国网络信息科技	2020-08-13	1.42	0.04	(线上)教培
1871.HK	向中国际	2020-08-12	0.82	0.24	其他
8417.HK	大地教育	2020-08-10	0.41	0.03	其他
公司数	**36**	**总市值**	**2222.41**	**平均市值**	**61.73**

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

表 2：美股上市教育公司（股价和市值截至 2020.12.31）

股票代码	证券简称	上市时间	市值（亿元）	股价（美元）	类别
AMBO.A	安博教育	2010-08-05	5.14	3.65	其他
BEDU.N	博实乐	2017-05-18	47.17	6.11	K12
CLEU.O	华夏博雅	2020-05-08	7.58	8.80	其他
COE.N	无忧英语	2016-06-10	32.99	23.85	(线上)教培
DAO.N	有道	2019-10-25	273.67	37.90	(线上)教培
DL.N	正保远程教育	2008-07-30	21.07	9.64	其他
EDU.N	新东方	2006-09-07	2002.57	182.95	教培
FEDU.N	四季教育	2017-11-08	5.41	1.81	教培
GSX.N	跟谁学	2019-06-06	1338.58	86.90	(线上)教培
HLG.O	海亮教育	2015-07-07	98.97	59.43	K12
LAIX.N	流利说	2018-09-27	62.10	18.38	(线上)教培
METX.O	美联国际教育	2020-03-31	9.40	2.74	其他
NEW.N	朴新教育	2018-06-15	38.52	6.85	教培
ONE.N	精锐教育	2018-03-28	38.92	3.74	教培
REDU.O	瑞思学科英语	2017-10-20	21.24	5.83	教培
RYB.N	红黄蓝	2017-09-27	146.68	12.08	K12
STG.N	尚德机构	2018-03-23	15.22	1.40	职教
TAL.N	好未来	2010-10-20	3075.58	79.40	教培
TEDU.O	达内教育	2014-04-03	2.69	3.47	职教
WAFU.O	华富教育	2019-04-30	2.43	8.60	教育信息化
LXEH.O	丽翔教育	2020-10-01	7.75	9.00	K12
EDTK.O	王道	2020-07-23	2.80	3.61	职教
IH.N	洪恩教育	2020-10-09	63.93	18.93	教培
YQ.O	一起教育科技	2020-12-04	175.99	14.50	教育信息化
ZCMD.O	众巢医学	2020-12-05	3.22	2.00	其他
AACG.O	AACG	2020-12-06	28.80	14.30	教育信息化
CSCW.O	彩色星球科技	2020-12-07	3.50	1.00	教培
公司数	**27**	**总市值**	**9759.01**	**平均市值**	**361.44**

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

股票收益相对大盘较为显著

我们将各个板块成分股等权重构建板块指数（因各板块包含股票数量较少，用市值加权平均会导致市值大的标的对整个板块影响过大，因此采用算数平均）；并计算 2020 年全年各板块指数收益率。在线教育指数远强于纳斯达克指数和恒生指数；教培、高教指数也均跑赢大盘指数；K12 学历教育指数表现较为一般，仅在最后一个季度的走势强于恒指。

纵向对比来看，教培板块（包括线上、线下、综合型教培公司）全年走势可以分为三个阶段。

第一阶段，年初到五月份，因突发疫情，教培机构线下运营遭受较大冲击。部分公司即使有能力迅速将线下学生转移到线上，依然还面临着退费和客单价下降的问题，业绩具有不确定性，股价以横盘为主。纯线上教培板块反而受到疫情期间全国学生线上学习的推动，成为少数在疫情期间高速成长的板块，股价在较大波动下有着超越大部分行业的涨幅。

第二阶段，六到八月，疫情形势暂缓，教培机构迎来大量获客的暑假黄金期，线上机构大规模投放广告、线下机构陆续复课，教培板块主要受纯线上教培板块的带动快速上涨，股价迎来高速增长期，八月初整个板块到达 2020 年度股价的最高点。

第三阶段，八月份到年底，一方面受疫情冲击的其他行业开始逐渐恢复，经济复苏带动相关行业基本面出现拐点。另一方面在线教培的暑期热潮已经褪去，持续的高投入和亏损扩大使得市场对后续行业前景产生一定担忧。内外因素叠加使市场对线上教培的情绪开始降温。在这个阶段，新东方、好未来、跟谁学

等教培机构更新的业绩，并未有超出市场预期的表现；而此时的股价和估值已经进入前所未有的高点，因此八月中旬后，股价开始进入横盘震荡整理。全年来看，教培板块，尤其是在线教培板块依然有着不错的涨幅。

高教板块全年走势也可以分成三个阶段。

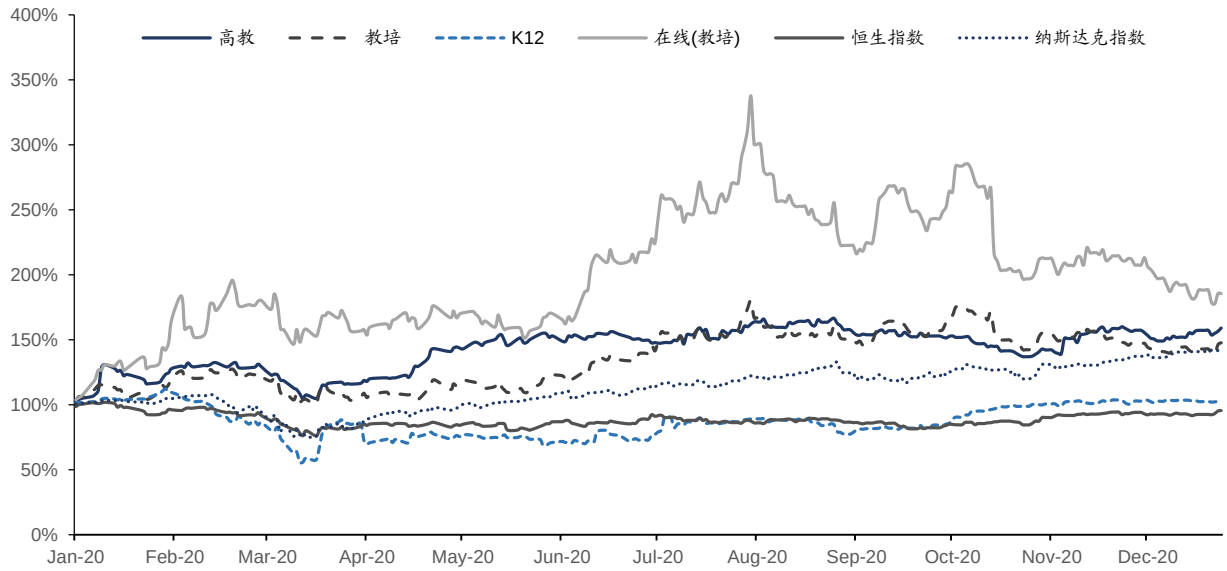
第一阶段，年初到二季度，得益于其商业模式的确定性，可以远程教学，学校收入受损有限。且有国务院连续释放扩大招生名额的热度提升、实际人数和业绩提升预期，所以在行业本身业绩增长不错的前提下，高教板块在政策面利好和资金比较各行业的情况下具备较高的配置优先度，股价有很不错的涨幅。

第二阶段，二季度末到三季度，横盘为主。这段时间，先是股价较大幅度的上涨和估值提升，带来了后续资金一定程度的观望情绪。之后，由于利好出尽并已于股价有较为充分体现，6-8 月中旬属于业绩真空期，整体开始横盘。8 月-9 月，其他行业复苏明显所带来的业绩同比恢复、环比大幅改善，配合前期股价下跌较多，配置吸引力显著提升。教育股相对弹性较小，在资金风格切换过程中表现相对弱势。

第三阶段，9 月下旬到年底，经历了小幅下跌到小幅上涨。我们分析板块整体走低，可能有如下一些原因。

- 首先，长时间横盘加缺乏基本面刺激，资金情绪进一步低迷，对股东结构里短中线投资人形成较大压力。
- 其次，9 月底以来，市场对民促法实施条例于年内落地的预期有所加强，并有关联交易可能受到限制甚至取消的传言冲击市场情绪。叠加中央和教育部对于民办教育的一些强调规范运营、加强监管的会议文件公布，市场对于政策落地产生更多谨慎和观望情绪。
- 第三，随着时间推移，临近年底，机构兑现收益的诉求本身在加强。一些上半年表现优秀的股票，经过大涨-横盘-下跌，盈利依旧不错但已有一些缩水。止盈和回避不确定性的诉求叠加，可能是卖盘较强的原因之一。

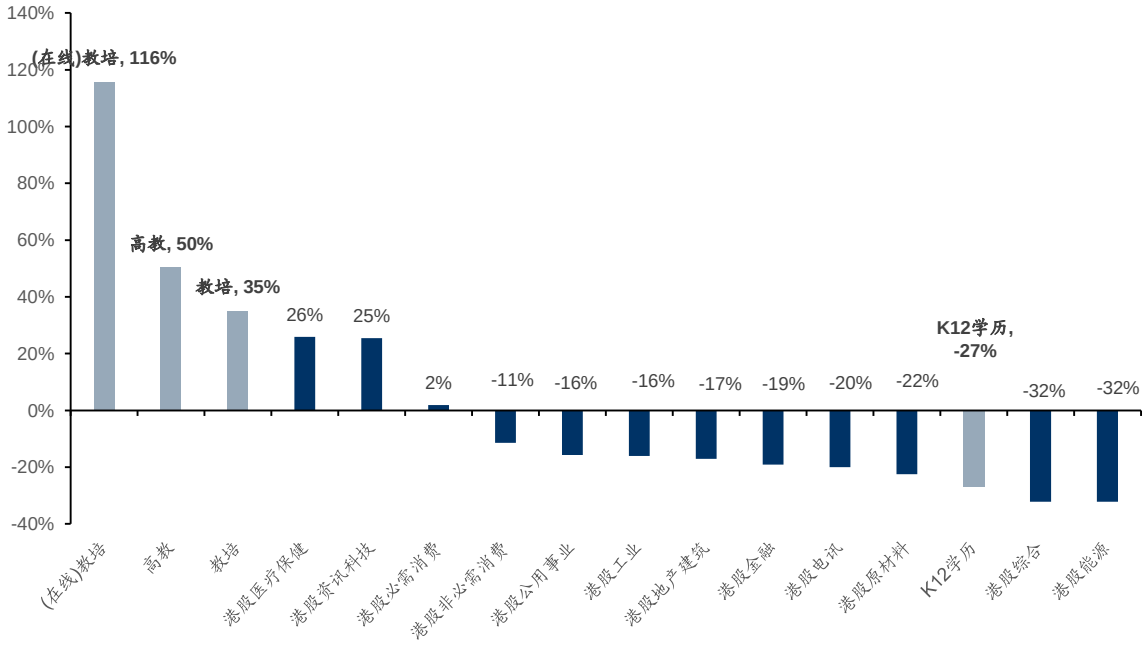
图 5：教育板块与指数走势对比（截至 2020.12.30）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理
注：“教培”包括所有线上、线下、综合型教培公司，后同

横向对比来看，上半年教育各细分板块收益率领先绝大多数港股行业指数，纯在线教培、高教、和教培板块与港股其他行业相比，收益率分别位列前三名。我们认为主要原因系，1）在上半年国际资本市场动荡、多行业受疫情冲击的背景下，在线教育成为市场上少有的逆势增长的行业；2）市场更加青睐教育类上市资产的“低估值+高增速+强确定性”；3）同时各高教公司 3-4 月陆续发布 2019 年报和 2020 中报，靓丽的往期业绩和强劲的预收学费（合约负债）让切换到下一财年的估值更加具有吸引力。内外多重因素叠加使教育板块在上半年取得了良好的绝对和相对收益。

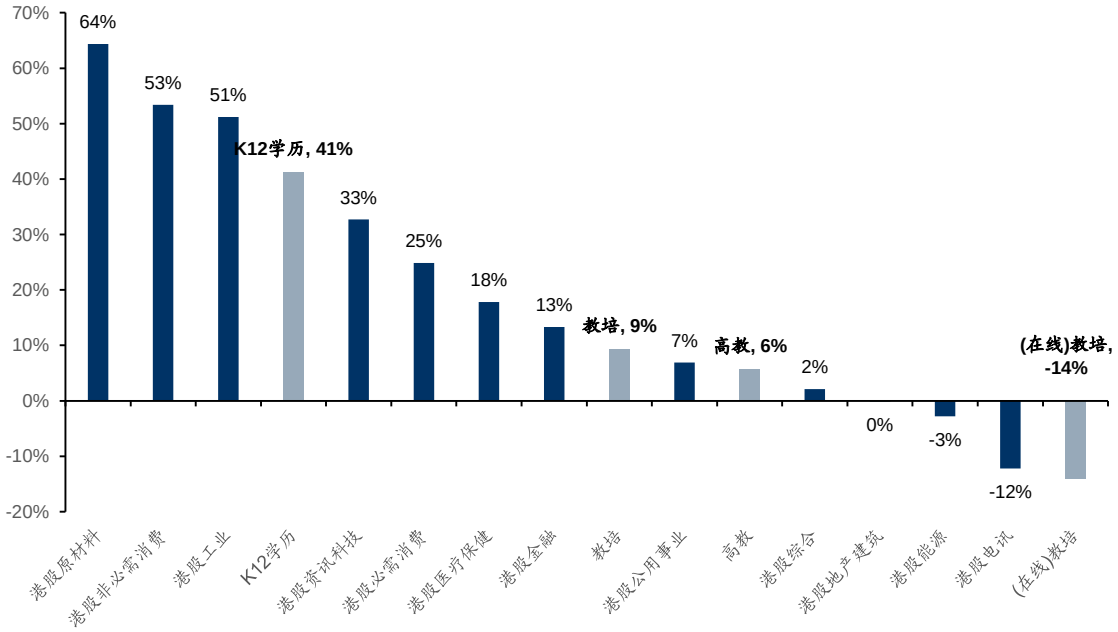
图 6：教育各板块与港股其他行业上半年收益率对比（截至 2020.6.30）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

下半年教育各细分板块中，在上半年股价增幅较缓的 K12 学历教育板块表现较好，而上半年不表现不错的教培和高教板块有所回落。我们认为主要原因有二，一是市场资金在 8 月之后风格切换、配置复苏主线的趋势明显。部分教育板块因上半年实现较大涨幅、行业性利好告一段落、业绩处于真空期内，整体关注度有所减弱。二是政策因素，教育部 11 月公布对合法规关联交易持开放态度、鼓励支持民办教育等利好政策，利好此前市场因担忧政策趋严而致下跌的民办教育板块，K12 学历教育和高等教育股票集体上涨。

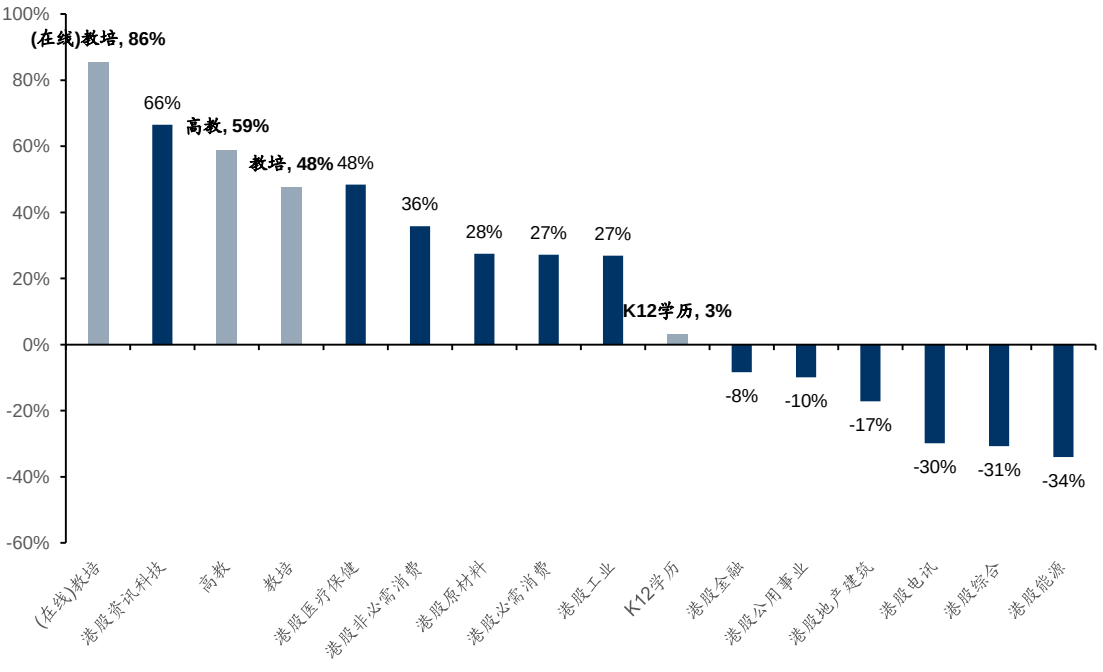
图 7：教育各板块与港股其他行业下半年收益率对比（2020.6.30-2020.12.31）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

海外教育的各细分板块全年来看，都有不错的收益率，纯在线教培、高教、教培板块分别上涨 86%、59%和 48%，与港股其他行业相比收益率位列前四。由此验证了我们此前对市场青睐教育资产业绩的高确定性和高成长性的判断，我们认为未来市场仍将保持对教育板块的长期关注，市场情绪在经过 2021 年初的调整后可能逐步随政策落地而企稳。

图 8：教育各板块与港股其他行业全年收益率对比（截至 2020.12.31）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

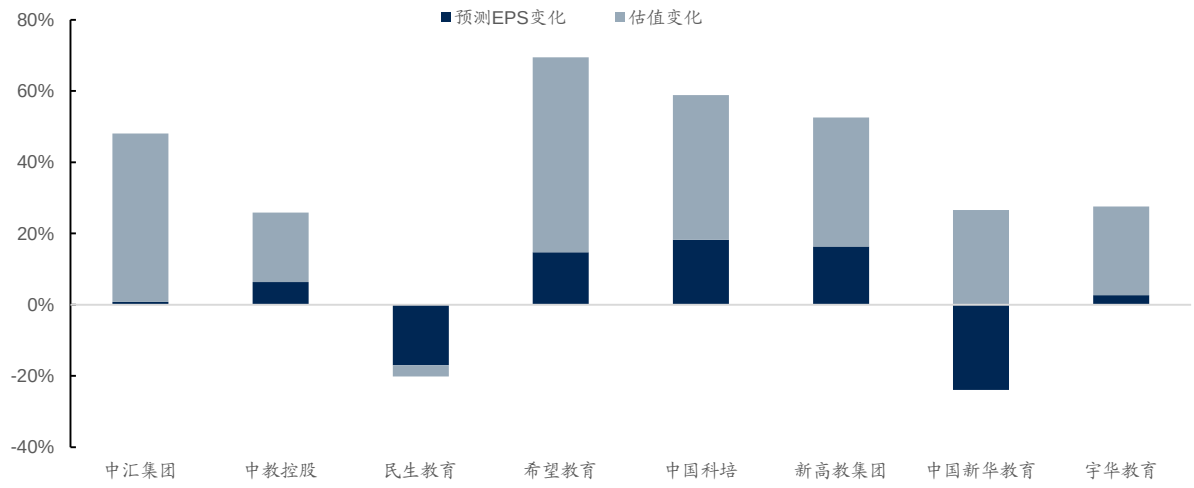
高教扩招规模继续扩大，预期估值和业绩均有提升

复盘高教类上市公司全年业绩和股价表现，我们认为绝大多数高教公司股价上涨是由预期 EPS 提升和估值提升共同推动。

预期估值提升的原因主要有三：1）高教股财报靓丽，其成长性和确定性得到进一步验证，市场对其 2021-2023 财年业绩预期提升； 2）高教公司资产回报的成长性和确定性较强；3）在港股属于具备稀缺性的特色板块，市场关注度持续提升，海内外资金配置逐渐增多。而预期业绩的提升主要源自高校扩招对公司未来业绩的增厚。2019 年政府工作报告提出高职教育要扩招 100 万人，2019 年底实际完成 114.8 万人；2020 年政府工作报告中提出今明两年高职扩招 200 万人。民办高校的大专、专升本学额均有望实现较多增长，从而带动预期 eps 走高。4）公司公告业绩超预期、有并购或专设项目推进等利好消息催化估值提升。

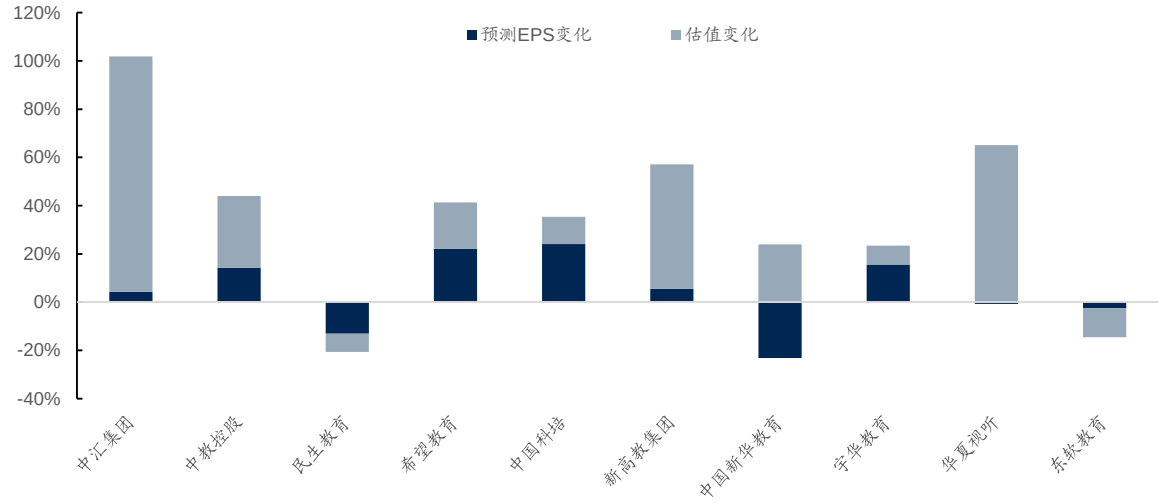
综合来看，疫情期间高教公司业绩受影响较小：1)通过线上教学完成教学进度，从而保证学费的确认；2）住宿费退费占收入利润比重较小，且我们预期该影响为阶段性，不会对长期办学经营产生持续性影响。

图 9：高教板块各成分 2021 财年 wind 一致预测 EPS 和 PE 上半年变化（截至 2020.6.30）



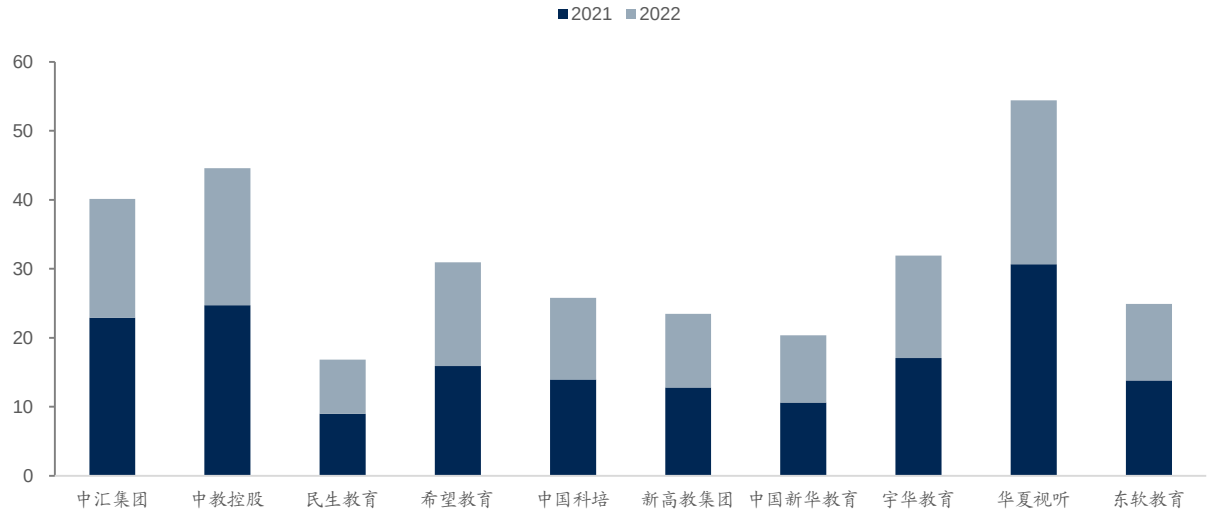
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 10：高教板块各成分 2021 财年 wind 一致预测 EPS 和 PE 全年变化（截至 2020.12.31）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理
注：华夏视听和东软为上市后的变化，即开始时间分别为 7.15 和 9.29

图 11：高教板块各成分 2021/2022 财年 PE（截至 2020.12.31）



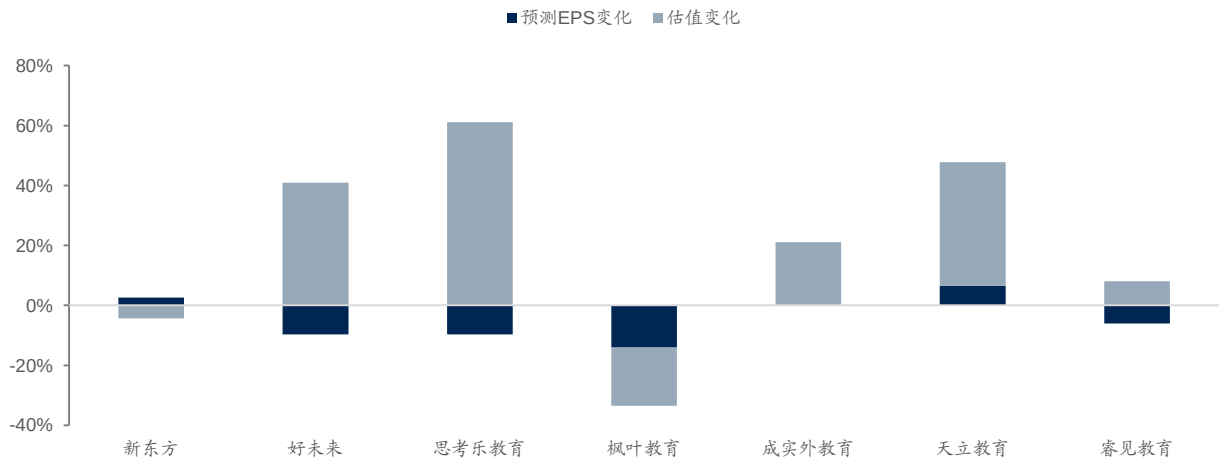
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

教培龙头应对疫情出色，在线教育渗透加速

教培公司股价表现强于大盘指数，主要原因是疫情期间以新东方、好未来为代表的线下教培龙头应对出色，受疫情影响小；同时线上教育在疫情中得以加速发展，成为二级市场中少有的受疫情正向促进的板块。具体而言：

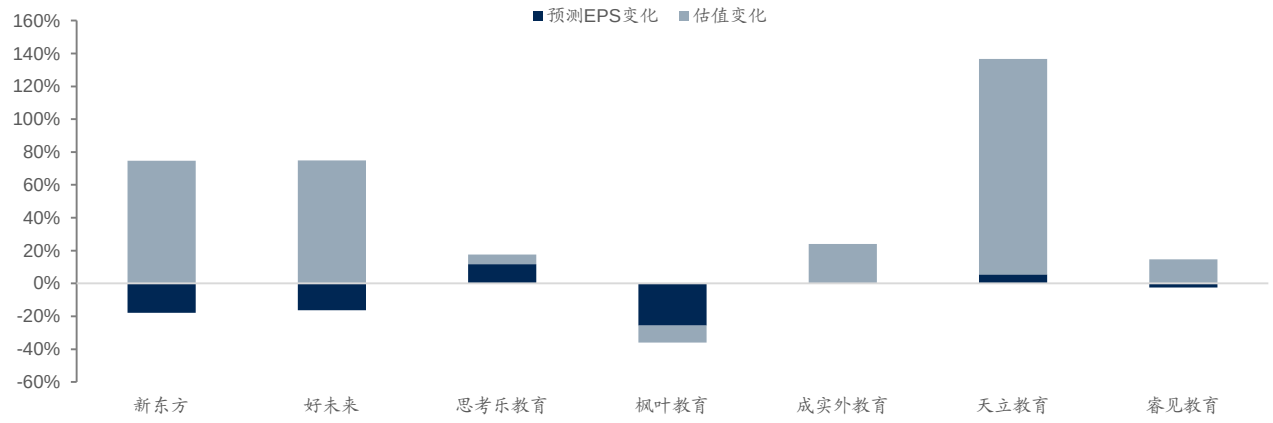
- 在线下业务开展受阻的情况下，龙头公司迅速将教学转移至线上，凭借丰富的教学、管理经验维持了培训的持续性，成功留存学员。而相当比例的地方性中小型线下培训机构由于缺乏线上教学能力，只能被迫停课，蒙受学生退费、生源流失等重大损失。2020 全年陆续有众多机构因迟迟无法恢复业务，资金链断裂并退出市场。我们认为今后许多中小机构释放出的生源将部分流入疫情期间逆势扩张的头部机构线上/线下业务，龙头市占率长期看将进一步集中。
- 疫情期间 ，学校和课外机构的教学场景均向线上迁移，使得更多潜在用户了解、认识、熟悉在线教育产品。大规模的用户教育和培养比行业预期提前几年上演，给头部公司带来了巨大的流量和知名度。节约大量广告开支的同时，让各家都经受了巨大的考验和锻炼，倒逼头部公司快速提高自身业务能力。相关标的的估值受行业发展提速的预期影响出现不同程度提升。

图 12：教培和 K12 学历教育板块各成分 2021 年预测 EPS 和 PE 上半年变化（截至 2020.6.30）



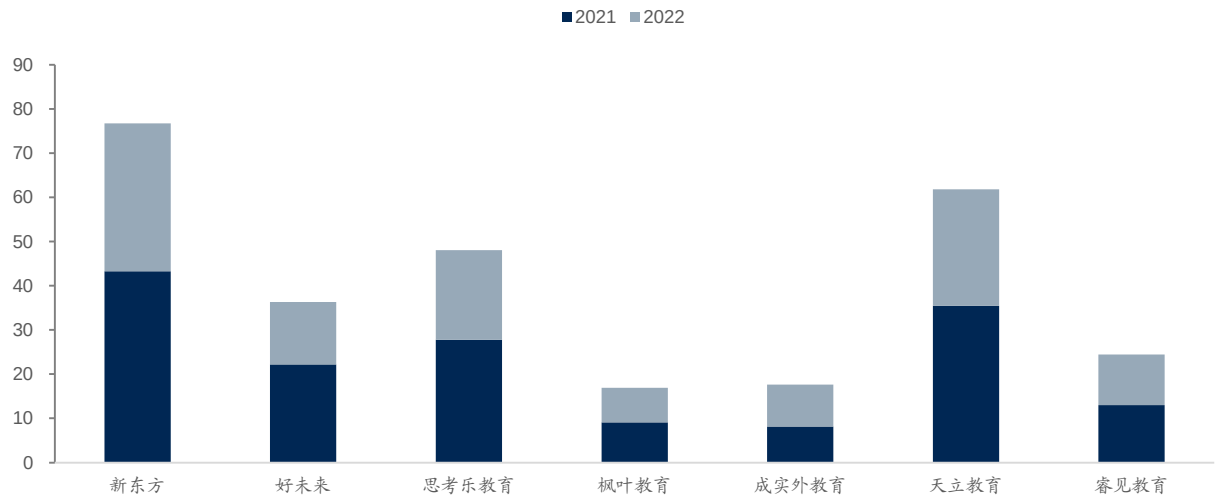
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理
注：因纯在线教培公司目前皆处于亏损状态，不适合使用 PE 估值方法，因此此处未列出

图 13：教培和 K12 学历教育板块各成分 2021 年预测 EPS 和 PE 全年变化（截至 2020.12.31）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 14：教培和 K12 学历教育板块各成分 2021/2022 财年 PE（截至 2020.12.31）



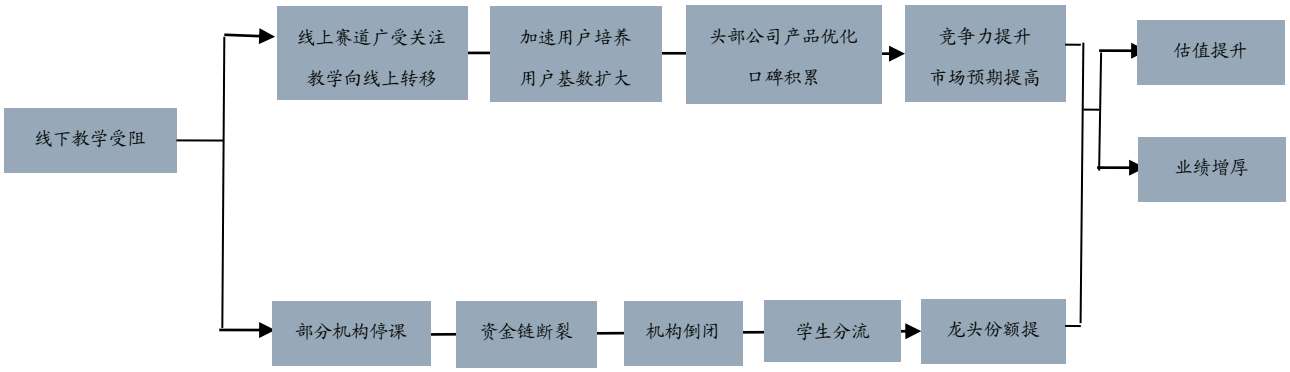
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

我们认为，教培板块股价抬升是受估值提升和业绩增厚双重影响的，所基于的部分逻辑是：

1）部分中小机构线下教学受阻——关门停课——现金流断裂——关门倒闭——学生分流，家长更加重视口碑以保障安全——龙头机构逆势扩张——份额提升。

2）线上教育受到广泛关注——加速线上用户培养、基数扩大——推动头部公司产品优化、积累口碑——竞争力全面提升——市场预期提高——估值和业绩受益。

图 15：教培公司业绩和估值提升逻辑简图



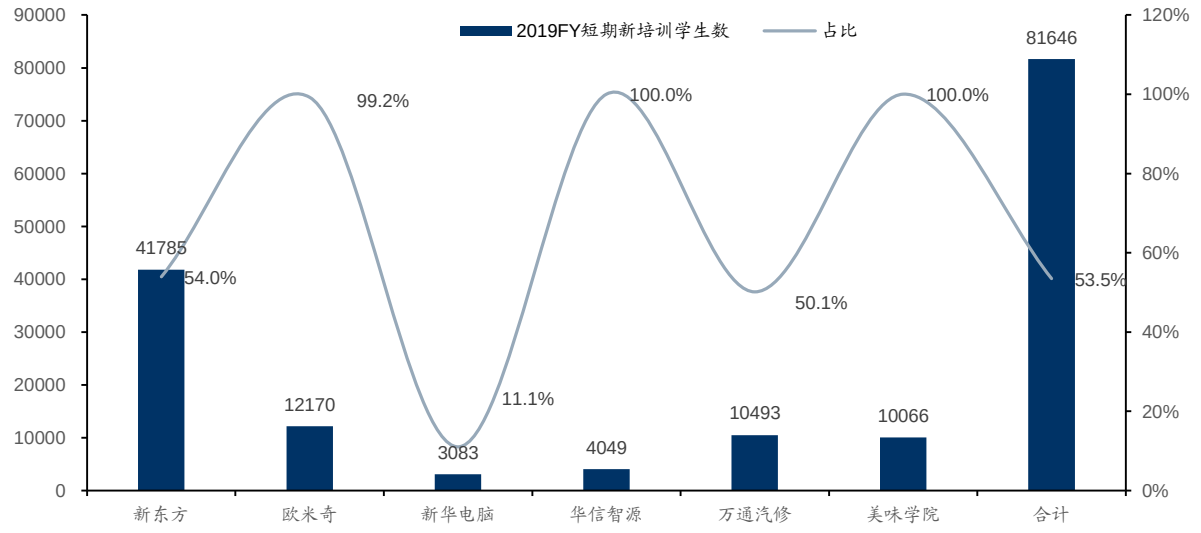
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

职教：东方教育短期疫情承压，长期优势依旧

东方教育此前所有课程教学均采用线下模式，疫情期间长期班转为线上授课；短期班招生上半年受到影响较大。随着全国范围复工复学的开展，公司各地学校逐步复课，疫情的影响开始减弱。北京近期疫情虽有反复，但整体复课比例提升趋势不变，相关影响在股价中已有充分体现。

在国家鼓励职业教育发展的大背景下，未来行业规模和质量提升带来的量价齐升逻辑不变。公司作为行业无可争议龙头，其课程产品和产能扩张虽然较 K12 教培呈现出更强的周期性，但随着多品牌布局和更多单校逐渐成熟，未来有望出现业绩增速上行拐点，建议投资者重点关注。

图 16：中国东方教育各类课程新培训人次短期学生人数和占比

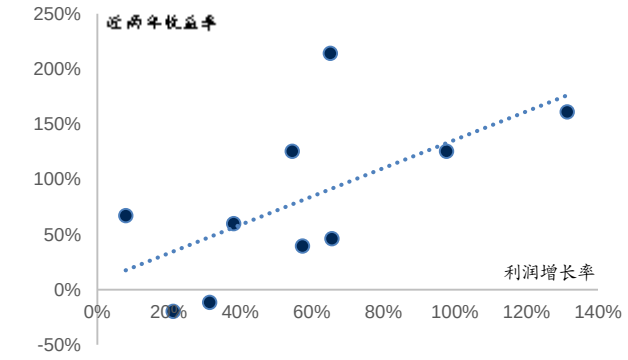


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

板块分化明显，细分赛道龙头更出色

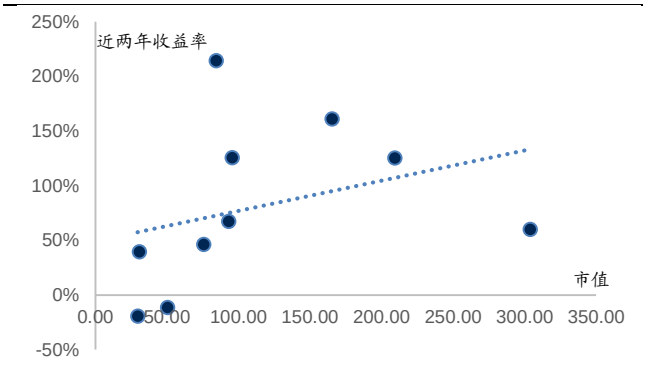
根据过去两年股价、估值和业绩的复盘，我们发现业绩的确定性与成长性共同推升估值和收益率，各细分板块龙头和业绩增速快的标的普遍拥有更高的收益率。细分赛道龙头包括：教培龙头新东方、好未来、跟谁学；学历教育龙头宇华教育、希望教育、中教控股、天立教育和职业教育龙头中国东方教育。

图 17：港股高教公司近一年净利润增长率与收益率（亿元）



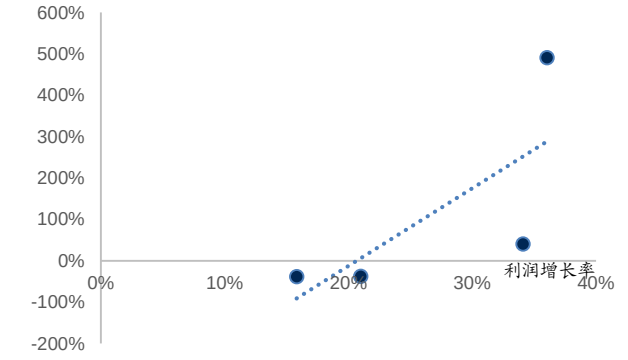
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 18：港股高教公司市值与近两年累积收益率（亿元）



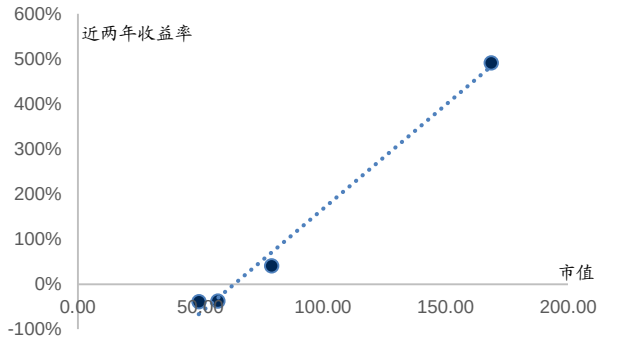
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 19：港股 K12 公司近一年净利润增长率与收益率（亿元）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 20：港股 K12 公司市值与近两年累积收益率（亿元）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

长期来看，上市三年以上的公司，近三年股价年复合增长率已有明显的分化；同时业绩规模、和业绩增长（不考虑在线教育业务营销投入大导致亏损的行业现状）也呈现出一定的分化形势。头部公司在业绩和股价上，整体都有好于中后部公司的表现。

表 3：重点海外教育公司最新财年财务指标（按市值排序）

证券代码	证券简称	市值（亿元）	收入（亿元）	收入同比增速（%）	归母净利润（亿元）	净利润同比增速（%）	毛利率（%）	净利率（%）	近三年股价年复合增长率（%）
TAL.N	好未来	3118.21	229.35	27.71	-7.72	-130.01	55.14	-3.90	36.85
EDU.N	新东方	2022.52	255.22	15.57	29.48	73.62	55.60	9.92	26.14
GSX.N	跟谁学	1385.03	21.15	432.30	2.27	1053.33	74.66	10.72	-
0667.HK	中国东方教育	345.47	39.05	19.71	8.48	66.21	58.38	21.69	-
0839.HK	中教控股	311.84	26.78	36.41	6.33	6.85	59.78	25.76	27.09
1797.HK	新东方在线	208.18	10.81	17.57	-7.42	-1765.60	45.63	-70.15	-
6169.HK	宇华教育	196.03	24.09	40.82	2.04	-57.97	60.95	13.29	17.25
1765.HK	希望教育	181.12	8.72	-34.51	1.19	-75.66	43.30	13.10	-
1773.HK	天立教育	172.65	9.17	43.40	2.65	36.06	41.02	29.17	-
1981.HK	华夏视听	102.53	7.47	101.82	1.77	30.40	49.90	25.96	-
1890.HK	中国科培	91.84	7.14	23.48	4.56	33.43	67.46	62.39	-
0382.HK	中汇集团	80.06	8.00	13.62	2.91	34.47	49.52	35.38	-
2001.HK	新高教集团	69.48	12.92	5.75	4.33	11.96	0.00	0.00	-0.56
6068.HK	睿见教育	69.45	17.93	6.59	5.12	42.40	48.41	27.86	-11.32
1569.HK	民生教育	52.45	10.05	49.39	3.42	2.63	51.37	32.54	-4.86
2779.HK	新华教育	30.21	4.38	13.15	2.71	5.73	59.68	54.42	-
9616.HK	东软教育	27.88	9.58	11.81	1.39	5.47	33.71	17.27	-
1525.HK	建桥教育	21.75	5.01	17.34	1.25	15.51	55.82	24.72	-

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理　注：加粗数据为 FY2020，其余为 FY2019

表 4：重点海外教育公司 2018-2020 当年收益率对比（按市值排序）

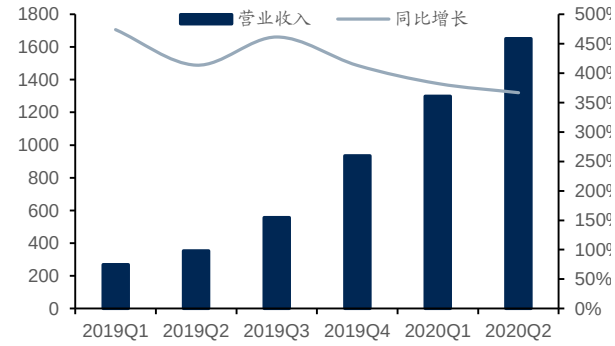
股票代码	证券简称	细分板块	市值	2020	2019	2018
TAL.N	好未来	教培	3118	48.4%	80.7%	-10.2%
EDU.N	新东方	教培	2023	53.2%	121.2%	-41.7%
GSX.N	跟谁学	（线上）教培	1385	136.6%	108.6%	0.0%
0667.HK	中国东方教育	职教	345	15.8%	64.5%	0.0%
0839.HK	中教控股	高教	312	49.1%	7.2%	45.9%
1797.HK	新东方在线	（线上）教培	208	50.0%	82.4%	0.0%
6169.HK	宇华教育	高教	196	31.1%	71.9%	-17.2%
1765.HK	希望教育	高教	181	61.5%	61.5%	-54.5%
1773.HK	天立教育	K12	173	165.6%	122.4%	-55.8%
1981.HK	华夏视听	高教	103	67.1%	0.0%	0.0%
1890.HK	中国科培	高教	92	45.9%	54.4%	0.0%
0382.HK	中汇集团	高教	80	112.2%	48.1%	0.0%
2001.HK	新高教集团	高教	69	61.8%	-9.6%	-14.4%
6068.HK	睿见教育	K12	69	18.7%	18.5%	-38.5%
1569.HK	民生教育	高教	52	-16.0%	5.3%	-18.1%
2779.HK	中国新华教育	高教	30	-1.7%	41.7%	-40.8%
9616.HK	东软教育	高教	28	-19.6%	0.0%	0.0%
1525.HK	建桥教育	高教	22	-3.1%	0.0%	0.0%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

我们以 2020 年涨势最好的两家龙头公司，跟谁学和天立教育为例做简要分析。

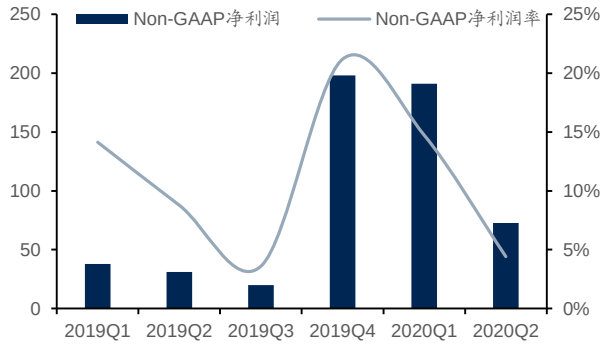
跟谁学作为在线教育龙头和唯一一家曾经连续正向盈利的在线教育企业，疫情推动在线教育行业爆发式增长的β叠加公司自身α，业绩收获持续高速增长。FY20Q2 公司营收、正价课付费人次、毛利润较去年同期均扩大 3.30 倍以上。连续 7 个季度收入规模同比扩大 3.70 倍以上；付费人次同比增速进一步加快，体现出公司转化和留存成绩出众；从去年同期的+286.2%加速到今年的+331.7%。在高收入增速下，2020Q3 营销加大投入之前，实现连续八个季度盈利，以及非通用会计准则下连续九个季度盈利。

图 21：跟谁学季度营收和同比增速（百万元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

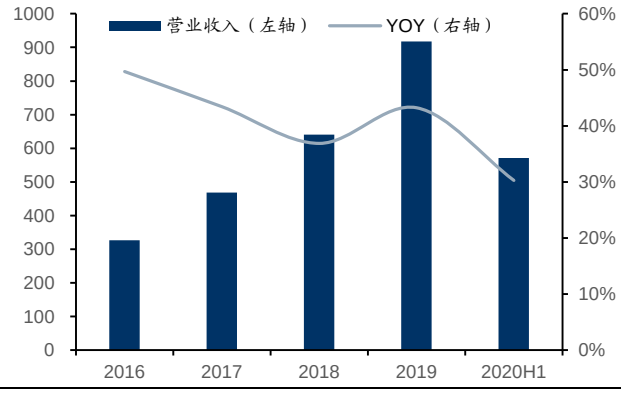
图 22: 跟谁学季度 Non-GAAP 净利润和利润率（百万元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

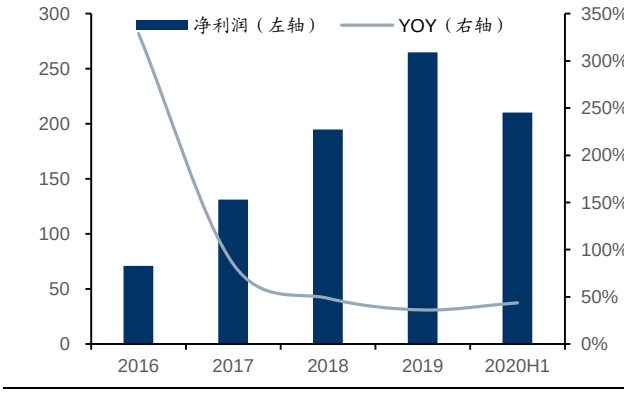
天立教育作为 K12 学历教育龙头，近年来股价表现远超同类其他公司。天立教育具有初步实现跨省扩张、业务发展聚焦需求旺盛的低线城市等特色，成长性高，业绩增速最快。截至 2020 年底，拥有 32 所学校，其中 22 所在四川，省外扩张取得初步成效，增量市场仍有广阔空间。2020 年公司股价经历 2 次大涨，期间均有异地扩张项目落地。

图 23：天立教育营收和同比增速（百万元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 24：天立教育净利润和同比增速（百万元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

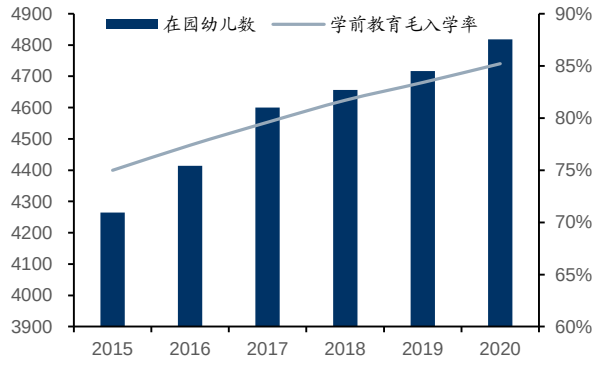
2020 年教育行业大事件盘点

事件一 “十三五”收官之年教育事业发展水平到达新高度

2020 年是“十三五”规划的收官之年，对于我国的教育事业，也是意义重大的一年。“十三五”以来，我国教育事业以推进公平和质量提升为中心，基础教育改革取得历史性突破。

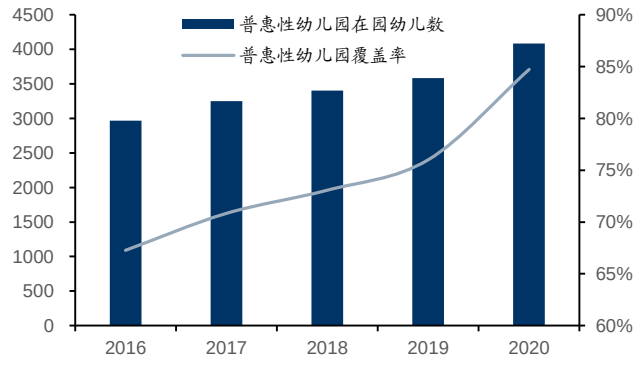
学前教育阶段，截至 2020 年底，学前教育毛入学率 85.2%（+1.8%）；普惠园覆盖率大幅提高至 84.7%（+8.7%），进一步缓解了“入园难、入园贵”问题。

图 25：幼儿园在园幼儿数及学前教育毛入学率（万人）



资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

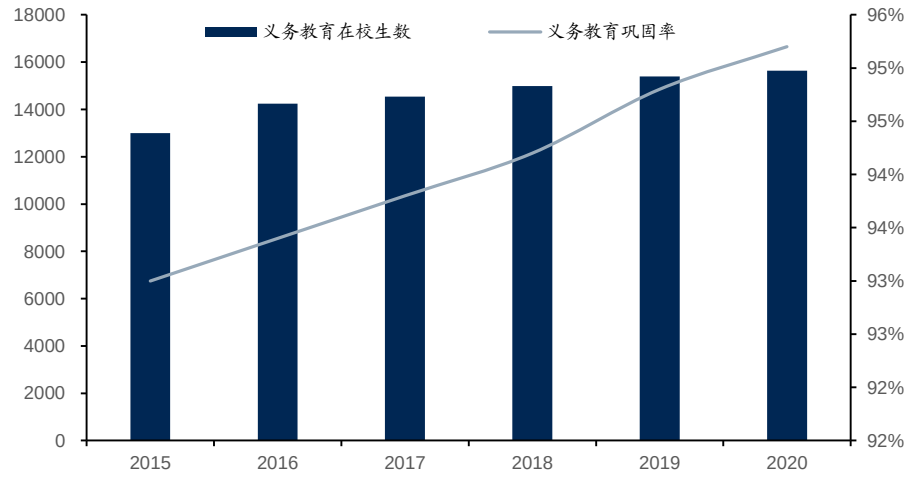
图 26：普惠性幼儿园在园幼儿数及覆盖率（万人）



资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

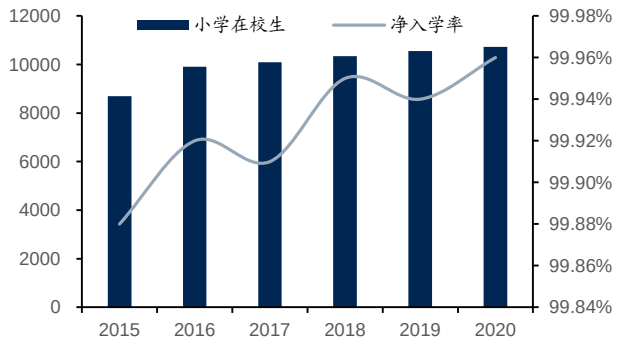
义务教育在全面普及的基础上，进一步提高了巩固率水平（巩固率是指毕业人数除以入学人数的百分比）。2020 年实现了“十三五”巩固率达到 95%以上的目标，相较“十二五”收官时的 93.0%，上升了 2.2 个百分点，这意味着义务阶段学生辍学率的进一步下降。小学净入学率、初中毛入学率皆保持在 100.0%左右。

图 27：全国义务教育规模及义务教育巩固率（万人）



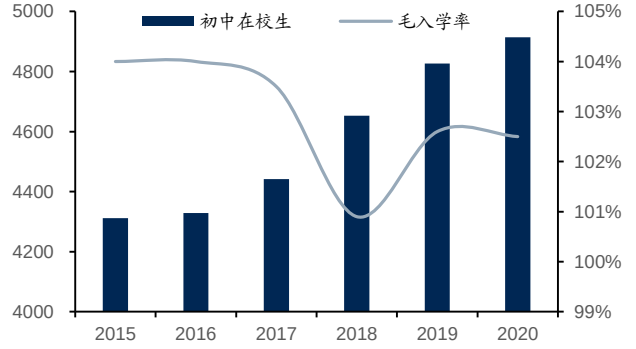
资料来源：国信证券经济研究所整理

图 28：小学在校生和净入学率（万人）



资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

图 29：初中在校生和毛入学率（万人）

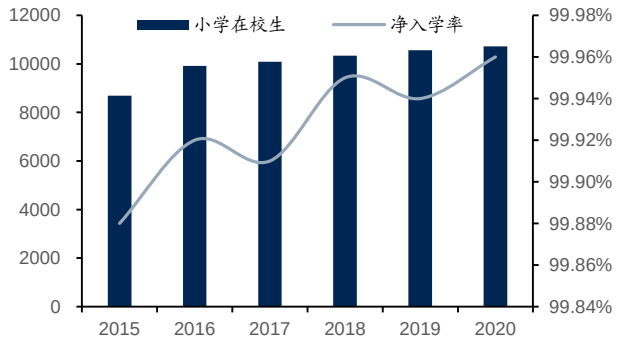


资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

高中阶段教育毛入学率 91.2%（+1.7%），达到历史新高度。其中普通高中在校生 2494.5 万人，中职在校生 1628.1 万人，分别占高中阶段在校生人数的 60.0%和 40.0%。

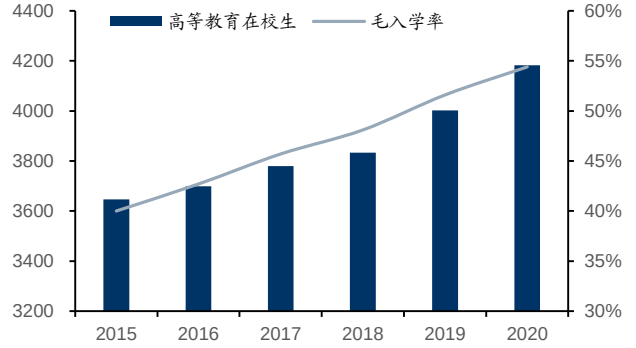
高等教育也实现了进一步普及，毛入学率 54.4%（+2.8%）。其中普通本专科、研究生、成人本专科、网络本专科的在学人数分别为 3285.3/314.0/777.3/846.4 万人。

图 30：高中在校生和毛入学率（万人）



资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

图 31：高等教育在学总规模和毛入学率（万人）



资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

事件二 中职/高职/专升本/研究生扩招，学历教育规模扩大

扩招政策频出，中高职教育规模有望持续提升。2020 年 2 月份以来，政府频繁出台中等、高等教育阶段招生扩张政策。政策对国家、个体有如下影响：**1）总量上**，提升了中等、高等教育普及程度以及全国人民整体受教育程度，扩大了学历教育整个阶段的学生规模；2）**就业压力上，**起到就业蓄水池作用，缓解社会就业压力；3）**人才供需匹配度上，**调整社会人才结构。相比普通高中和大学本科教育，职业教育能够凭借自身灵活的专业设置、贴近实操的就业技能训练，为各行业培养更多符合社会经济发展需要的应用型人才，更精准地匹配企业用人需求。

表 5：2020 扩招、学历提升政策盘点

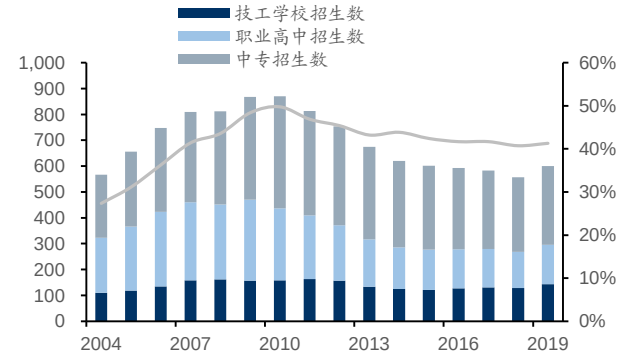
时间	事件
2020 年 2 月	国务院提出扩大今年硕士研究生招生和专升本规模。预计研究生扩招 18.9 万，专升本计划扩招 32.2 万
2020 年 4 月	教育部发布《关于做好 2020 年中等职业学校招生工作的通知》，要求高中阶段教育普及率低于全国平均水平的地区要把扩大高中阶段教育的重点放在中等职业教育
2020 年 5 月	政府工作报告指出高职院校今明两年在去年扩招 100 万的基础上进一步扩招 200 万
2020 年 7 月	教育部等六部门印发通知：稳定有序、高质量完成 2020 年高职扩招专项工作
2020 年 9 月	三部门发文加快研究生教育改革发展：我国已成为研究生大国，到 2035 年，初步建成研究生教育强国。
2020 年 10 月	九部门联合发布职业教育提质培优行动计划，鼓励中职毕业生通过高职分类考试报考高职学校。

资料来源：国信证券经济研究所整理

中职生源基数扩大，利好职教龙头。2020 年 4 月 29 日，教育部办公厅发布《关于做好 2020 年中等职业学校招生工作的通知》（后简称《通知》），要求高中阶段教育普及率低于全国平均水平的地区要把努力推进扩大高中阶段教育的重点放在中等职业教育，把高中阶段教育招生的增量主要用于发展中等职业教育。初中毕业后的分流，一部分进入普通高中，另一部分进入中职，中职包括职高、中专和技校。近年来我国大多数地区初中毕业生就读普通高中的比例逐年增大，中职及非学历教育参与学生规模下降。我国经济转型背景下，对职业技能型人才的需求与日俱增，这与人才培养体系和社会价值观有较为明显的矛盾。为了扩大职业技能型人才队伍，国家近年来大力鼓励更多学校从事职业教育、发展社会亟需的岗位人才培养。《通知》所带来的影响包括：

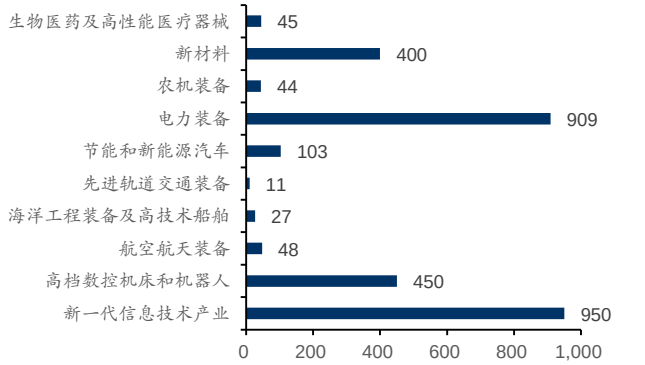
1）国家大力鼓励发展职业教育。通过引导部分地区初中毕业生向中等职业教育分流，既增加了职教人才基数，又为更高层级的职教提供了更多实践经验丰富的候补生源，利好我国职教工业长期发展。2）构建多层次职教体系：在鼓励扩大职教招生规模的同时，持续努力打通学历认证和上升通道，构建多层次的职教体系。有望长期引导社会和学生、家长重新认识职业教育，为我国技能型人才培养创造更加良好的环境。

图 32：近年来初中毕业生就读中职人数和比例（万人）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 33：2025 年中国制造业十大重点领域人才缺口（万人）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

高职、专升本、研究生扩招，利好高等教育龙头。1）2019 年政府工作报告提出高职教育要扩招 100 万人，2019 年底实际完成 114.8 万人；2020 年政府工作报告中提出 2020-2021 两年内高职继续扩招 200 万人。2）专升本、研究生扩招，打通学生提升学历的通道，为更多学生提供接受更高层次教育的机会。既在量上实现了规模扩大，对个体而言又延长了其受教育周期。3）2018 年以来民办高等学校招生数增速已超过高等教育招生整体增速。

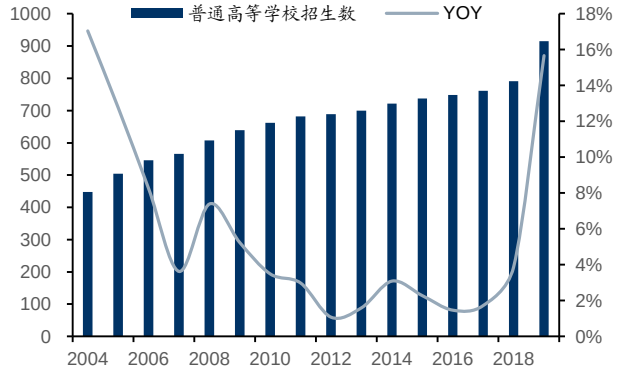
与此同时，国家每年需投入大量经费保障教育普及度和质量，但仍旧无法满足

日益多元化的受教育需求。民办教育的参与可以在很大程度上补充教育经费，吸引优秀人才进入教育行业，从而提升整体教育质量。因此站在国家的角度，政策上对民办教育是给予鼓励和支持的。

我们认为，随高等教育招生名额进一步增加，民办高校保持目前的扩招速度，叠加政策支持的利好，民办教育的渗透率有望进一步提升。

对拥有优质教育资产的上市公司而言，招生办学规模的扩大，将为其提供更多的生源和实现持续增长奠定坚实基础。而对办学招生压力本就较大的民办高校而言，同区域其他院校的同步扩招可能会对其形成更大的招生压力。高校扩招有可能长期推动高等教育行业的业绩分化，关于此我们会在后续报告中进行展开讨论。

图 34：普通高等学校招生人数和同比增速（万人）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 35：民办普通高等学校招生人数和同比增速（万人）



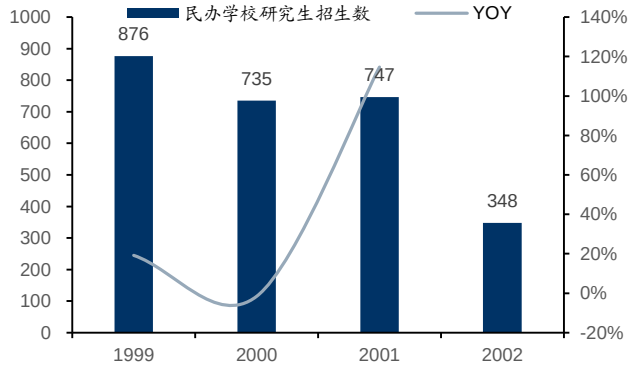
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 36：研究生新招生人数和同比增速（万人）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 37：民办学校研究生招生人数和同比增速（人）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

事件三 独立学院转设加速

独立学院起源于 2000 年左右，目的是引进社会资金和高校合作办学，探索一种新的办学模式。从 2000 年到 2008 年，全国独立学院发展到 300 多所。2008 年，教育部公布的独立学院共计 326 所。独立学院在过快的发展中不可避免地出现了大量问题，2008 年之后独立学院基本停止新设。

针对出现的问题，2008 年 2 月 22 日教育部颁布的第 26 号令，要求独立学院“5 年内，基本符合本办法要求的……考察验收合格的，核发办学许可证。2008 年主要给出了三条出路：符合条件的转设为民办高校，达到要求的继续办学，既不能转设又不符合继续办学条件的应该终止办学。原计划五年完成任务，但由于实际情况复杂，导致后续十年仍未完成。

2018 年 8 月发布的《民办教育促进法实施条例（送审稿）》第七条中提到，

要限制公办学校品牌输出。《2018 高等学校设置工作》也提出，要加快独立学院的转设脱钩。

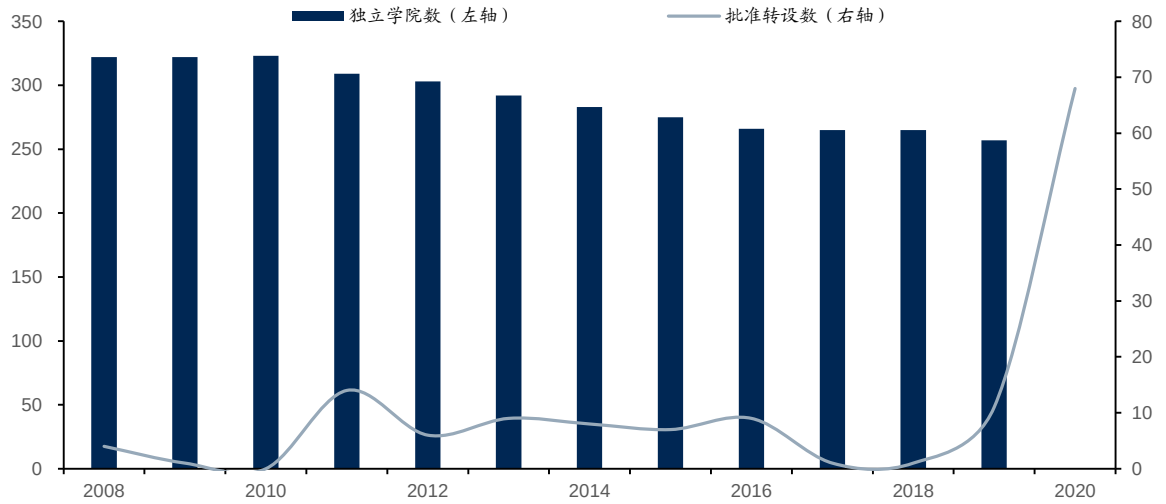
2020 年 5 月 18 日发布《关于加快推进独立学院转设工作的实施方案》(后简称《实施方案》)，再次明确独立学院转设是高校设置工作的重中之重，强力推动独立学院加速转设。除了要求“优先受理转设申报，不受数量限制、不设受理时限”、“依法依规加快办理速度”以外，文件更进一步明确了对转设完成的独立学院的优惠措施：“对按期完成转设的举办高校和转设后独立设置的学校，在招生计划、项目申报、专业设置等方面给予倾斜支持”。文件还要求将独立学院转设进展提高到省级政府的考核目标的层面，“将独立学院转设情况纳入省级人民政府履行教育职责评价，压实省级人民政府统筹推进独立学院转设工作的责任”。

1)《实施方案》实行的目的是——**落实法人地位、清晰界定产权归属和权责划分。**督促符合条件的独立学院能转尽转、能转快转。不符合条件的，在之后大力进行整顿、投入，保障师资结构、提高内部治理水平。

2）对于拥有符合转设和独立条件独立学院的民办高校集团来说，将享受政策带来的红利。转设的费用可能减少，并节约后续年份的管理费，利润大幅度提升的时间可能提前且确定性进一步提高。

3.）**校中校的出售受到制约，但有可能释放出更多没有把握独立完成转设的独立学院标的。**未来资本市场潜在可并购的独立学院标的数量难测，但结构可以预计将发生较大改变。随着校中校出售被限制，本科高校的并购难度将进一步增加，无论是被并购标的尽调和投后管理复杂性增加，还是潜在被并购标的的规模和所需资金量的增加，都将对上市公司形成更大挑战。将校中校作为主要并购目标的收购扩张模式，和缺乏足够并购往期记录的二三线公司，未来收购本科层次学校的难度加大，发展路径和天花板可能受到影响。

图 38：独立学院数及转设完成数（截至 2020.12.31）



资料来源：国信证券经济研究所整理

《实施方案》的发布推动了独立学院转设进程，2020 年累计公示转设获批通过的独立学院 68 所，几乎等于前十年完成转设数量的总和。11 月 11 日，教育部官网发布《关于拟同意设置本科高等学校的公示》，同意 21 所独立学院转设为独立设置的本科学校，其中包括中教控股（0839.HK）旗下两所和中汇集团（0382.HK）旗下一所。

表 6：民办高校集团旗下独立学院概况（截至 2021.2.8）

代码	公司	独立学院	地点	转设进度
0382.HK	中汇集团	广东财经大学华商学院	广东	转设完成
0839.HK	中教控股	广州大学松田学院	广东	获批通过
		济南大学泉城学院	山东	已申请
		四川外国语大学重庆南方翻译学院	重庆	获批通过
1765.HK	希望教育	西南交通大学希望学院	四川	已申请
		贵州大学科技学院	贵州	已申请
		贵州财经大学商务学院	贵州	已申请
		山西医科大学晋祠学院	山西	已申请
		南昌大学共青学院	江西	已申请
2001.HK	新高教集团	兰州理工大学技术工程学院（甘肃学校）	甘肃	已申请
		湖北民族大学科技学院（华中学校）	湖北	已申请
1981.HK	华夏视听	传媒大学南广学院	江苏	转设完成
1756.HK	华立大学	广东工业大学华立学院	广东	获批通过
1569.HK	民生教育	云南大学滇池学院	云南	获批通过
		重庆工商大学派斯学院	重庆	已申请

资料来源：公司公告,国信证券经济研究所整理

事件四 素质教育政策更加细化

中国素质教育行业受升学制度的影响极大。20 世纪 90 年代我国就提出素质教育概念，但由于在较长时间内应试教育一直是主要选择，升学制度并未有实质性变革，素质教育受重视程度低、发展缓慢。近几年，随着一系列重磅政策密集出台，素质教育行业前景被更加看好。

近年来政策的主要变化是，1）素质教育从宏观上纳入升学制度，开始向细化规则逐渐出台、落地转变；2）注重加强学生的德育、智育、体育、美育，对应试类教育监管趋严；3）素质教育的范围更加广泛，同时重要性在提升。

2020 年政策更加细化，在考试选拔体系上有了更加明确的相关规定，具体体现在：1）升学考试内容更加侧重英语口语及语文阅读等应用能力，以及数理思维能力；2）提升体育、艺术相关科目在升学考试中的分值；3）编程教育逐渐低龄化，未来有望进一步将纳入中小学相关课程。

政策的转变对于教培机构而言，1）利好一部分细分赛道，例如大语文、编程、体育、艺术赛道等；2）教育内容和方式需要转变，对教培机构的教研能力、产品质量提出更高的要求；3）补课的均衡化、全面化、常态化，和头部公司自身业务拓展相契合；4）全科化、全学龄段、全国覆盖、全学生档次覆盖，进一步扩大了需求端的规模。

表 7：2020 提倡素质教育政策盘点

时间	事件
2020 年 9 月	体育总局、教育部：体育纳中考计分科目。
2020 年 10 月	中办、国办：加强和改进新时代学校体育和美育工作。
2020 年 10 月	教育部：中考体育将达到语数外同分值水平。
2020 年 11 月	教育部：要扭转“玩命的中学、快乐的大学”现象。
2020 年 12 月	教育部：2021 年绝大多数省份体育中考分值将提升。
2020 年 12 月	北京市教委：拟规定竞赛及其结果不得作为中小学招生入学依据。
2020 年 12 月	教育部：将编程教育纳入中小学相关课程。
2020 年 12 月	教育部：加快推进学校体育美育改革。

资料来源：相关政府部门官网，国信证券经济研究所整理

事件五 在线教育迎来高速发展机遇，抢占新客营销投入持续扩大

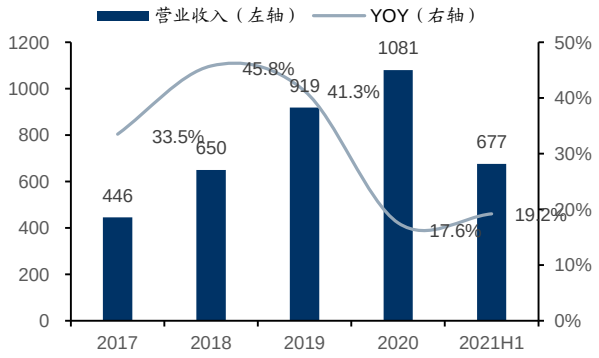
2020 年突如其来的新冠疫情，冲击了大部分的线下行业，全国范围内的各级学校和培训机构上半年暂停复课，相当一段时间内全国的校内教学和校外培训均转移到线上。由此给在线教育带来了空前巨大的流量，也倒逼行业加速提质提效，力争通过其综合实力留存新增用户。

根据天眼查发布的《天眼查大数据：2020 教育行业发展报告》显示，在 2011 年到 2020 年的 10 年间，教育相关企业的总数从 78 万家上升至 412 万家，在线教育相关企业的总数从 15 万家上升到了 70 万家，实现了倍数化的增长。据商务部最新数据显示， 2020 年中国在线教育销售额同比增长超过 140.0%。

在线教育机构 2020 年迎来高速成长机遇的同时，为了在市场快速扩张的前期将更多新客户拉入自己的流量池，在资本市场的助力下，头部机构掀起了新一轮的营销大战。一部分公司，通过加大营销宣传、课程价格优惠力度来迅速获客，使得销售费用率提升至空前水平。还有一部分公司，基于对教育行业本质规律的不同认知，更加注重对中后台和服务团队的建设，但短期在获客扩容方面承担了较大压力。随着不同公司经营战略逐渐出现差异，我们预计今年各家头部在线培训机构的业绩成长性和成长质量，将可能进一步出现差异。

根据已上市的在线教育机构全年的股价表现，我们不难看出短期内市场更关注其成长性，而非盈利模式。但随着行业不断成熟，2021 年很有可能成为行业更加注重教育本质、资本市场更加关注长期商业模型盈利性的拐点之年。

图 39：新东方在线营收和同比增速（百万元）

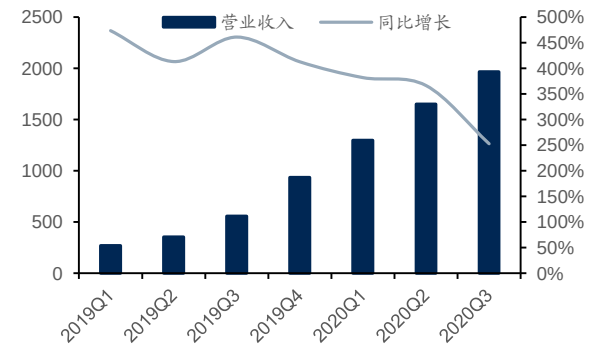


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 40：新东方在线毛利率和净利率

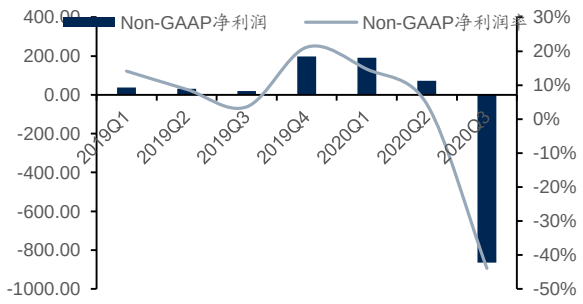
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 41：跟谁学营收和同比增速（百万元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 42：跟谁学 Non-GAAP 净利润和净利润率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

事件六 线上教育监管更加严格

2018 年开始，国家针对教培机构规范管理问题多次出台文件，机构迎来史上最严监管政策的推出——过渡期——落实期。2020 年由于疫情影响，线下机构大面积持续停课，2019Q4 以来原计划铺开的审查摸排工作停滞。2021 年春季以来随着全国各级学校复课，关于线上和线下培训在此前暴露出的新老问题的整顿和规范，将有可能恢复执行力度、并补充针对新问题的具体措施。

- 2018 年 2 月教育部办公厅等四部委联合发布了《关于切实减轻中小学生课外负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》，要求坚决停办整改存在重大安全隐患的校外培训机构，严禁校外培训机构组织中小学生等级考试及竞赛。该政策使得线下机构开始重新洗牌，超纲超前的教学内容被迫整改。
- 2018 年 7 月国务院办公厅《关于规范校外培训机构发展的意见》（后称《意见》）经审议通过，该意见针对教培机构的收费、招生、教师招聘、培训时长等方面提出多项规定，直接影响了教培机构的预收款和现金流；运营效率和财务端承压；扩张步伐受阻。
- 2018 年 9 月和 11 月，为进一步落实国务院办公厅《意见》，教育部等部门再次发布两则通知，各地教委部门纷纷响应。2018 年全国排查了 40.1 万家、整改了 27.3 万家教培机构，整改比例高达 65.8%。

2019 年监管目标开始从线下机构转移至线上机构。

- 2019 年 7 月教育部等六部门发布《关于规范校外线上培训的实施意见》，要求 2019 年 12 月底前完成对全国校外线上培训及机构的备案排查，排查内容和日常监管重点主要包含内容健康、时长适宜、教师资格、信息安全、经营规范五个方面。该政策的出台促进了线上教培机构的规范发展。无资质、无隐私保护、内容超纲、广告和低俗内容泛滥、通过不法手段推广的线上机构被重点清除。
- 2019 年 8 月和 9 月，教育部联合其他部门相继发布关于移动互联网应用、在线教育健康发展的两则意见，鼓励和支持线上教育在规范运营的前提下不断发展。

表 8：2018 年后 K12 教培行业部分监管政策整理

时间	文件	主要内容
2018 年 2 月	教育部办公厅等四部委联合发布了《关于切实减轻中小学生课外负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》	坚决停办整改存在重大安全隐患的校外培训机构，严禁校外培训机构组织中小学生等级考试及竞赛。
2018 年 7 月	国务院办公厅《关于规范校外培训机构发展的意见》审议通过	1）不得一次性收取时间跨度超过 3 个月的费用；2） 同一培训时段内生均面积不低于 3 平方米，培训结束时间不得晚于 20：30；3）校外培训机构不得聘用中小学在职教师。相关教师应具有相应的教师资格。
2018 年 9 月	教育部发布《关于切实做好校外培训机构专项治理整改工作的通知》	
2018 年 11 月	教育部等三部门联合印发《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知 》	
2019 年 7 月	教育部等六部门发布《关于规范校外线上培训的实施意见》	1）培训内容健康，培训内容和培训数据信息须留存 1 年以上，其中直播教学的影像须留存至少 6 个月；2）单节时长不超 40 分钟，课程间隔不少于 10 分钟；结束时间不晚于 21:00 等；3）不得聘用中小学在职教师。相关教师应具有相应的教师资格；4）做好培训对象信息和数据安全防护；5）不得一次性收取时间跨度超过 3 个月的费用。
2019 年 8 月	教育部等八部门发布《关于引导规范教育移动互联网应用有序健康发展的意见》	对教育移动应用的管理建立备案制度；加强教育移动应用的内容建设，规范数据管理，保障网络安全。
2019 年 9 月	教育部等十一部门发布《关于促进 在线教育健康发展的指导意见》	鼓励发展在线教育，鼓励社会力量举办在线教育机构，支持互联网企业与在线教育机构充分挖掘新兴教育需求，构建扶持在线教育发展的政策体系。

资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

2020 年在线教育在高速发展的同时许多问题也浮现出来，在线教师资质造假、机构无证办学、虚假宣传、霸王条款、解除合同退费难等行业乱象集中爆发。在线教育的监管问题也更加引发了国家层面的注意。线上教培机构的监管、整治力度开始加大，在平台内容、教学资质、收费模式、消费者信息、消费者维权等维度皆开展了整治行动。

7 月 16 日，央视 315 晚会点名嗨学网，称其退费难、预付费高、消费风险大，且存在退款问题、网络欺诈、虚假促销、网络售假、霸王条款等问题。

7 月 2 日，工信部信息通信管理局发布《关于侵害用户权益行为的 APP 通报(2020 年第二批)》。其中，教育类 APP 占比达三分之二。

7 月 13 日，国家网信办官方微信发布公告，即日起将启动为期两个月的 2020“清朗”未成年人暑期网络环境专项整治工作。除了 4 款学习教育类 APP 推送低俗色情和与学习无关内容外，据国家网信办公布，3 家网站平台的网课学习栏目，推送游戏、直播、影视剧等与学习无关内容;3 款青少年常用 APP 存在涉低俗色情的图文信息、对话体小说;2 家网站平台“动画”“动漫”栏目存在低俗色情内容等等。

10 月 13 日，十三届全国人大常委会分组审议时建议规范在线教育网课平台监管。有委员指出，委员认为，促进线上教育规范有序发展，既要加强优质线上资源供给，还要对其进行严格规范和监管，有必要增加规范在线教育网课平台监管条款，坚决杜绝出现误导未成年人的内容，努力营造在线教育的良好生态环境。对此，建议在修订草案三审稿第七十六条中增加一款：“面向未成年人的在线教育平台、App 等，不得关联网络游戏、直播等可能诱导其沉迷网络的内容，不能发布、推送含有色情、暴力等不良信息的广告。”

表 9：2020 教培机构监管政策盘点

时间	事件
2020 年 4 月	涉收集公民个人信息等问题，浙江责令整改 54 款教育类 App。
2020 年 4 月	教育部就少数面向中小学生的线下社会培训机构提前收取秋季甚至更长时期的培训费的情况发出提醒。
2020 年 5 月	教育移动应用提供者备案时间延长至 6 月底。
2020 年 7 月	中央网信办、教育部联合启动涉未成年人网课平台专项整治行动。
2020 年 10 月	人大常委会：规范在线教育网课平台监管。
2020 年 12 月	教育部：“十三五”期间整治 40 万所校外培训机构。

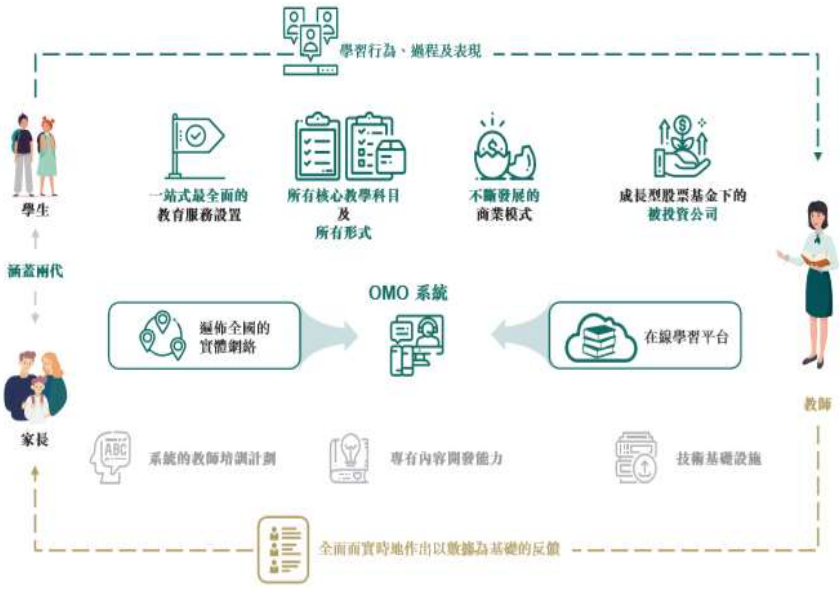
资料来源：政府相关部门网站，国信证券经济研究所整理

事件七 OMO 模式成未来教培行业重要趋势

疫情推动线上教育发展的同时，传统线下教培机构迎来巨大的挑战。没有能力开展线上课程，或者现金流不足以支撑运营的机构纷纷面临退出。而头部公司由于拥有充足的资金、技术、设备、人力支持，以及灵活的应对能力，可以快速的将线下学生转移至线上。新东方在其 FY20Q3 的业绩报告中提到，公司在疫情期间顺利实现百万学生线下到线上的迁移。同时向千万量级规模的学生提供高质量的寒假、春季免费在线课程。

由此疫情也加速了线下机构转型，催化了线下结合线上的模式加速发展，即 OMO 模式（Online-Merge-Offline）。OMO 模式是一种通过科技赋能，将线上平台和线下服务深度融合的模式。我们预计，**针对单体学生学习和服务全流程的 OMO 模式，和省域、市域内的师生互动 OMO 模式，将成为头部机构 2021 年之后重点推进的产品服务升级方向。**其本质在于为学生和家长提供更加个性化、针对性的高质量教学服务产。线上线下如何有机融合、是否能够提高用户满意度和推动客群规模增长，将是此后教培行业一大看点。

图 43：新东方 OMO 模式介绍



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

FY21Q1 新东方在大约 20 个现有城市推出了 OMO 在线课程，成效显著，有效地增加招生人数并加快业务复苏。OMO 计划将成为新东方未来的增长引擎之一，公司将会重点投入更多资源来推进具备高增长力的 OMO 战略，把服务覆盖范围扩展至更多的城市和学生。FY21Q2（截至 2020 年 11 月 30 日）新东方 OMO 模式已进入 7 省，开启省域模式，将中心城市的教学资源通过 OMO 模式向周边卫星城市辐射，新进入约 20 个卫星城市。本季度公司投资 3.55 亿元用以提升和维护 OMO 系统，如基础设备、教师培训、技术平台等，同时拓展 OMO 模式的使用范围。OMO 模式低花费高转化，利用主要城市的线下网点和品牌影响力，快速到达卫星城市、持续获得高招生量以及高客户满意度。

好未来 FY21Q3（截至 2020 年 11 月 30 日）的业绩会上也公告了更为清晰的 OMO 战略，在过去一季度学而思培优在北京、上海等一线城市开展的 OMO 模式课程，已经吸引大量的学生和家长，并且有效的提高了运营效率。未来公司将把 OMO 模式扩张到更多地点、更多科目、更多年级，从而能比之前覆盖更多城市、渗透更广泛的市场。长期来看，公司未来还有潜力进入更多城市。

投资建议：把握细分赛道龙头机遇

我们认为高教、教培和职教等细分赛道在我国经济和人民生活水平不断提高的大背景下，均能够为社会创造长期多元化的价值，具备广阔的发展前景。其中龙头企业在教研体系、教学质量、管理能力、资金保障等多维度具备显著优势，能够不断拓展自身市场份额，强化市场地位。K12 学历教育方面，市场对政策不确定性尚有一定程度担忧，但基本面优质的公司如天立教育已经走出亮眼的独立行情。我们依旧看好这一赛道，并期待民促法实施条例能够尽快落地。

高教板块重点推荐并购和投后管理能力较强的龙头宇华教育、希望教育、中教控股。建议关注享受大湾区长期人口和经济发展红利的中国科培、中汇集团、华立大学集团；细分领域专业特色突出的华夏视听传媒、东软教育等。

教培板块重点推荐能够进行全国布局、线下线上均衡发展的新东方；享受在线教育行业红利的头部公司，好未来、跟谁学、新东方在线等。

职教板块推荐综合优势突出、新老业务有望持续发力的龙头，中国东方教育。

风险提示

市场风险偏好发生重大转变；推荐公司运营出现负面事件；政策出台不及预期。

表 10：港股教育标的最新财报期数据对比（截至 2020.6.30）

代码	简称	类别	市值（亿港元）	股价（港元）	扣非 PE（TTM）	年涨跌幅（%）	营收同比（%）	毛利率（%）	净利率（%）	有息资产负债率（%）	现金余额（亿元）
1317.HK	枫叶教育	K12	70.69	2.36	11.29	-25.55	6.4	44.36	32.95	27.97	20.95
1565.HK	成实外教育	K12	70.42	2.28	16.32	33.15	28.12	38.66	27.13	56.49	3.94
1758.HK	博骏教育	K12	5.59	0.68	26.65	45.83	16.93	22.19	5.63	50.73	2.13
1773.HK	天立教育	K12	112.67	5.43	39.11	61.15	43.4	41.02	29.17	47.46	4.51
6068.HK	睿见教育	K12	65.3	3.19	17.38	0.15	12.42	46.73	27.39	63.09	4.64
0382.HK	中汇集团	高教	61.92	6.08	19.53	48.66	18.59	48.79	34.17	37.31	7.42
0839.HK	中教控股	高教	251.72	12.46	30.49	27.18	38.94	57.58	39.72	53.97	13.22
1525.HK	建桥教育	高教	26.44	6.37	19.26	-1.47	17.34	55.82	24.72	64.26	3.35
1569.HK	民生教育	高教	44.71	1.06	15.65	-17.39	49.39	51.37	32.54	45.31	13.08
1593.HK	辰林教育	高教	22.5	2.25	30.09	6.88	12.87	68.18	30.95	46.7	4.16
1752.HK	澳洲成峰高教	高教	7.04	0.29	30.24	-6.67	17.27	52.76	13.49	26.17	1.85
1756.HK	华立大学集团	高教	44.04	3.67	16.27	35.3	15.58	57.4	34.69	48.37	9.39
1765.HK	希望教育	高教	177.87	2.65	33.82	94.07	47.79	52.53	36.7	56.61	8.81
1851.HK	银杏教育	高教	15.95	3.19	56.29	92.11	6.87	40.78	19.15	56.45	2.28
1890.HK	中国科培	高教	124.85	6.24	25.27	70.8	23.48	67.46	62.39	18.5	11.12
1935.HK	嘉宏教育	高教	38.1	2.38	21.33	48.22	60.33	53.2	46.24	17.35	5.25
1969.HK	中国春来	高教	18.48	1.54	10.09	0	24.61	49.07	17.4	59.5	1.64
2001.HK	新高教集团	高教	78.9	5.12	19.21	65	72.91	49.82	35.21	50.82	5.59
2779.HK	中国新华教育	高教	40.86	2.54	14.36	-4.85	13.15	59.68	54.42	20.51	13.83
6169.HK	宇华教育	高教	212.4	6.36	22.79	37.68	55.82	58.11	6.67	53.63	15.78
1598.HK	21 世纪教育	教培	7.16	0.61	8.82	-30.77	15.3	51.79	34.75	37.31	2.59
1769.HK	思考乐教育	教培	88.13	15.86	101.57	54.8	42.69	42.72	13.09	62.38	2.41
3978.HK	卓越教育集团	教培	30.76	3.62	30.96	-3.7	24.15	41.91	7.36	71.19	1.96
1797.HK	新东方在线	在线教育	292.17	31.1	-151.46	73.12	19.12	55.86	-15.37	28.43	7.17
0667.HK	中国东方教育	职教	307.33	14.02	35.16	-9.02	19.71	58.38	21.69	36.76	38.83

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 11：美股教育标的最新财报期数据对比（截至 2020.6.30）

代码	简称	类别	市值（亿元）	股价（美元）	扣非 PE（TTM）	年涨跌幅（%）	营收同比（%）	毛利率（%）	净利率（%）	有息资产负债率（%）	现金余额（亿元）
BEDU.N	博实乐	K12	67.08	7.86	20.46	-8.61	70.46	39.51	12.39	69.02	2.14
HLG.O	海亮教育	K12	74.82	41.00	20.81	-28.26	12.86	32.28	26.83	35.77	0.33
RYB.N	红黄蓝	K12	5.53	2.83	-4.1	-45.69	-49.45	-66.93	-184.83	72.07	0.54
EDU.N	新东方	教培	1,455.32	130.23	46.71	12.91	23.37	56.92	13.31	56.25	10.57
FEDU.N	四季教育	教培	3.80	1.16	14.58	-24.72	15.91	48.35	-28.16	34.95	0.58
NEW.N	朴新教育	教培	31.79	5.16	-11.33	-26.83	22.04	46.73	-5.91	95.15	0.26
ONE.N	精锐教育	教培	45.16	3.93	50.54	-39.43	5.88	37.85	-8.04	86.79	1.58
REDU.O	瑞思学科英	教培	15.49	3.88	186.74	-46.49	-67.47	-30.81	-102.49	80.84	1.27
TAL.N	好未来	教培	2,902.50	68.38	-440.21	39.11	27.71	55.14	-3.9	54.33	18.74
AMBO.A	安博教育	其他	2.72	1.78	-2.44	10.61	9.86	33.4	-17.2	83.97	0.23
CLEU.O	华夏博雅	其他	2.16	4.81	68.7	-1.87	29.86	45.61	7.39	27.01	0.02
DL.N	正保远程教	其他	20.67	8.63	12.25	15.91	14.64	50.56	2.38	71.8	0.84
METX.O	美联国际教	其他	45.37	12.07	-15.71	-47.97	-42.32	20.12	-56.02	121.35	0.21
WAFU.O	华富教育	其他	1.36	4.39	-7.95	301.33	-13.67	39.45	-47.33	26.62	0.1
COE.N	无忧英语	在线教育	38.92	25.68	374.46	178.11	52.18	70.43	10.43	162.64	0.47
DAO.N	有道	在线教育	296.72	37.50	-42.13	146.45	139.84	43.54	-31.31	92.71	0.18
GSX.N	跟谁学	在线教育	1,013.48	59.99	289.44	164.46	382.09	78.17	11.4	58.77	0.8
LAIX.N	流利说	在线教育	8.75	2.50	-1.24	-45.47	-9.86	65.49	-86.28	161.36	0.26
STG.N	尚德机构	职教	16.13	1.34	-4.47	-44.36	0.16	82.85	-11.6	120.73	1.89
TEDU.O	达内教育	职教	5.97	1.55	-0.59	-12.24	-1.63	42.78	-50.64	116.05	0.77

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 12：重点公司盈利预测和估值（截至 2020.6.30）

		市值（亿元）	股价（港元）	EPS			PE		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
1773.HK	天立教育	102.92	5.43	*0.17	*0.21	*0.24	*29.08	*23.54	*20.60
6068.HK	睿见教育	59.65	3.19	*0.22	*0.28	*0.33	*13.20	*10.37	*8.80
6169.HK	宇华教育	194.02	6.36	*0.29	*0.32	*0.32	*19.97	*18.10	*18.10
1765.HK	希望教育	162.48	2.65	*0.09	*0.12	*0.13	*26.81	*20.11	*18.56
1890.HK	中国科培	114.04	6.24	*0.30	*0.35	*0.41	*18.94	*16.23	*13.86
2001.HK	新高教集团	72.07	5.12	*0.30	*0.42	*0.45	*15.54	*11.10	*10.36
0382.HK	中汇集团	56.56	6.08	*0.26	*0.30	*0.32	*21.29	*18.45	*17.30
1569.HK	民生教育	40.84	1.06	*0.10	*0.11	*0.11	*9.65	*8.77	*8.77
0839.HK	中教控股	229.93	12.46	*0.45	*0.54	*0.61	*25.21	*21.01	*18.60
0667.HK	中国东方教育	280.72	14.02	*0.49	*0.58	*0.67	*26.05	*22.01	*19.05
2779.HK	中国新华教育	37.32	2.54	*0.20	*0.27	*0.30	*11.56	*8.57	*7.71
1797.HK	新东方在线	266.88	31.20	-0.35	-0.13	-	-81.34	-212.21	-
1756.HK	华立大学	40.23	3.65	0.25	0.33	0.42	13.29	10.02	8.00
TAL.N	好未来	2902.50	69.95	1.97	3.47	5.02	35.51	20.16	13.93
EDU.N	新东方	1455.32	130.95	3.77	5.13	-	34.73	25.53	-
GSX.N	跟谁学	1013.48	57.25	4.29	8.92	12.01	13.34	6.42	4.77

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测
注：带*EPS 和 PE 数据为国信证券经济研究所预测值，其余为 Wind 一致预期

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032