教育行业 2021 年投资策略：

重点关注 K12 课外培训及优质高教

2020 年教育行业有几个板块在疫情中备受关注：一个是线上课外培训机构，因疫情导致线下教学活动停摆，线上机构获得爆发性增长的流量。虽然随着中国内地疫情受控，线下教学活动有序恢复之后线上活跃用户下降，但从长远来看，线上课外培训仍是一个增长非常快的赛道，尤其是线上 K12 课外培训；另一个表现突出的则是是受疫情影响小业绩稳健增长的学历教育板块。政策方面，民促法实施条例仍未落地，年中曾因政策传闻导致教育板块波动。而从监管机构的发声来看，政策导向渐明晰，我们预计明年政策方面对教育板块的扰动会有所减弱，更加注重个股业绩前景。展望 2021 年，我们建议投资者重点关注 K12 课外培训机构（线上&线下）、优质高等教育公司（业绩增长前景优、估值低），捕捉个股业绩增长预期高和估值低的布局机会。

中国　　教育行业

2020 年 12 月 20 日　　**跑赢大市**

恒生指数	26498.6
恒生指数 52 周最高	21139.26
恒生指数 52 周最低	29174.92

资料来源：Wind（行情截至 2020-12-18 收盘），国信证券（香港）研究部

港股教育板块主要上市公司涨跌幅%

代码	名称	30 日涨跌幅	60 日涨跌幅	年初至今涨跌幅
高等教育&职业教育板块				
0382.HK	中汇集团	8.1	32.9	91.2
0839.HK	中教控股	1.1	3.1	45.1
1449.HK	立德教育	-2.2	-17.3	-50.8
1525.HK	建桥教育	9.3	-1.7	-3.9
1569.HK	民生教育	-5.3	-6.1	-20.9
1756.HK	华立大学集团	-6.8	-7.7	6.7
1890.HK	中国科培	-11.0	-17.6	41.4
1981.HK	华夏视听教育	18.0	14.2	13.0
2001.HK	新高教集团	0.4	-14.3	59.1
2779.HK	中国新华教育	-4.0	-3.6	-8.9
6169.HK	宇华教育	-5.9	-3.1	25.3
9616.HK	东软教育	-4.2	-19.1	-19.1
0667.HK	中国东方教育	-2.6	-5.9	3.1
1765.HK	希望教育	1.0	-12.9	52.9
K12课外培训				
1769.HK	思考乐教育	-15.3	-40.4	35.7
1797.HK	新东方在线	-12.5	-23.3	49.0
3978.HK	卓越教育集团	-4.0	-13.7	-22.3
9901.HK	新东方-S	-6.0	-5.3	-5.3
K12学历教育				
1317.HK	枫叶教育	-11.6	-12.0	-29.7
1565.HK	成实外教育	5.4	-0.2	29.7
1773.HK	天立教育	13.7	-2.4	151.7
6068.HK	睿见教育	20.4	24.2	22.1

数据来源：wind，截至 2020-12-18 收盘

2021 年 K12 课外培训尤其是线上 k12 课外培训仍值得重点关注

2020 年可以说是线上教育大放异彩的一年。教育板块中表现最为突出的是线上 K12 课外培训，目前港股纯线上 k12 课外培训上市公司只有新东方在线一家，2020 年上半年录得 67.2%的涨幅（最高曾录得 112%涨幅），年初至今录得 51%涨幅。年初受疫情影响，学校及线下教培机构停课，一时之间，线上教培需求井喷，头部线上 K12 教培机构纷纷推出优惠/免费课程吸引客户，流量争夺竞争激烈。K12 线上教培迎来流量爆发期，后续留存率、续班率数据并不是很理想，叠加国内疫情受控后，炒作线上经济的热潮冷却，线上教培机构股价从高位回落。后续我们仍看好 K12 教培，线下看复苏，线上看渗透率继续提升。

高等教育：扩招+转设，疫情年凸显现金流稳定属性

今年年初出台的专升本扩招，从后续各省出台的具体扩招计划来看，不少省份专升本招生名额较去年增加 1 倍甚至 2 倍，预计全国专升本计划扩招增加幅度达 100-200%。而高职继续扩招，再 2019 年扩招 100 万的基础上，2020-2021 年再扩招 200 万。这些扩招政策在各高校 2020/2021 新生人数增长上有所体现。独立学院转设加速进行，今年 5 月教育部印发《关于加快推进独立学院转设工作的实施方案》，11 月教育部公示拟同意 21 所独立学院转设名单，独立学院转设工作有了实质性加速。独立学院转设后，无需再向合作方院校缴纳管理费，学校层面的运营利润率将会有明显提升。

2020 年疫情影响下，学历教育相关上市公司几乎不受疫情影响，业绩稳定增长，凸显现金流稳定属性，也因此在疫情期间受到资本市场关注。尽管随着内地疫情受控，这样的关注度在减退，但教育板块尤其是增长前景展望佳的板块会成为追求稳定收益的资金长期关注。

监管方向渐趋明朗，明年政策扰动或减弱

民促法实施条例仍未落地，政策的风吹草动仍易引起教育板块股价造成大幅波动。8 月临近学校开学之际，教育部的三份文件曾引起市场对教育行业或有更严格监管措施的猜测，股价集体大跌。而 11 月教育部官方释放出监管层面的积极信号，股价又集体报复式上涨。从监管层释放的信号来看，国家对于

杨晓琴
证监会中央编号：BBR309
+852 2899 6772
Vivian.yang@guosen.com.hk

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。
注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理

民办教育行业的态度是非常支持和鼓励民办教育的发展，同时也强调教育的公益性质，防止资本过度逐利的行为。监管的方向是分类管理，这个大的方向早已确定。民办高等教育、职业教育及课外培训机构板块政策风险较低，我们建议重点布局以上板块。

2021 年港股教育行业投资策略：重点关注 K12 课外培训及高等教育优质个股

K12 课外培训，无论是线上还是线下，都有着很好的增长空间，建议重点关注龙头：新东方集团（9901.HK）及新东方在线（1797.HK）。

高等教育板块：在内生增长及外延扩张预期下， 业绩增长确定性高，建议关注过往并购整合纪录优秀的个股：中教控股（0839.HK）、宇华教育（6169.HK）、新高教集团（2001.HK）、希望教育（1765.HK）。捕捉个股估值低、增长确定性高的交易性机会。

风险提示

1) 行业政策风险
2) 对于线下课外培训机构来说：疫情如反复会引起线下教学活动暂停，对相关上市公司业务造成影响；
3) 对于线上课外培训机构来说：竞争激烈，获客成本高企导致亏损加大
4) 学校经营安全事故方面风险

报告正文

2021 年 K12 课外培训尤其是线上 k12 课外培训仍值得重点关注

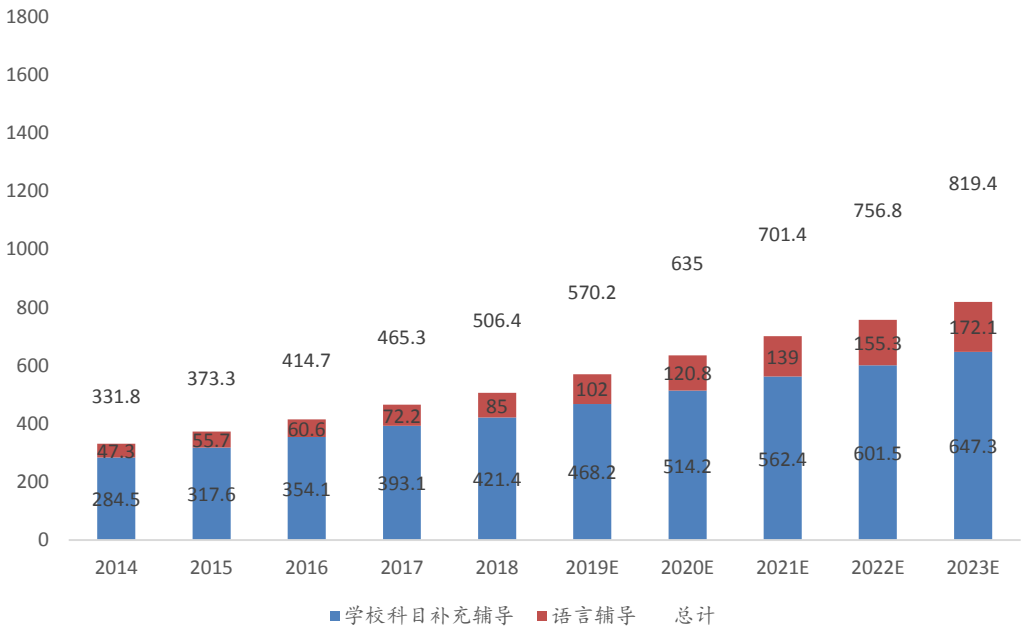
2020 年是 K12 线上课外培训大放异彩的一年

2020 年开局，新冠疫情令几乎一切线下教学活动停摆，学校教学及课外培训均转至线上，线上课外培训机构流量井喷。几大线上培训机构如猿辅导、作业帮、学而思网校、新东方在线等均迅速出击，把握这次机会于疫情期间推出免费课程以扩大获客范围。从暑期班的情况看，春季于疫情期间推出的免费课程毫无疑问帮助各大机构获取了更多的客户，但是随之而来的问题是成本水涨船高，新东方在线、有道等上市线上 K12 教培短期亏损扩大。随着内地疫情受控，线下教学活动逐渐有序恢复，以及线上课外培训机构业绩出来普遍亏损扩大，上半年备受资本追捧的线上 K12 教培机构开始降温，股价调整。到了 2021 年，这些线上教培机构仍然是可以重点关注的投资标的，中国的线上 K12 教培可以说还有非常广阔的空间，目前港股上市的唯一纯线上教培机构新东方在线 1797.HK 依然大有可为。

K12 课外培训市场空间大，增长前景佳

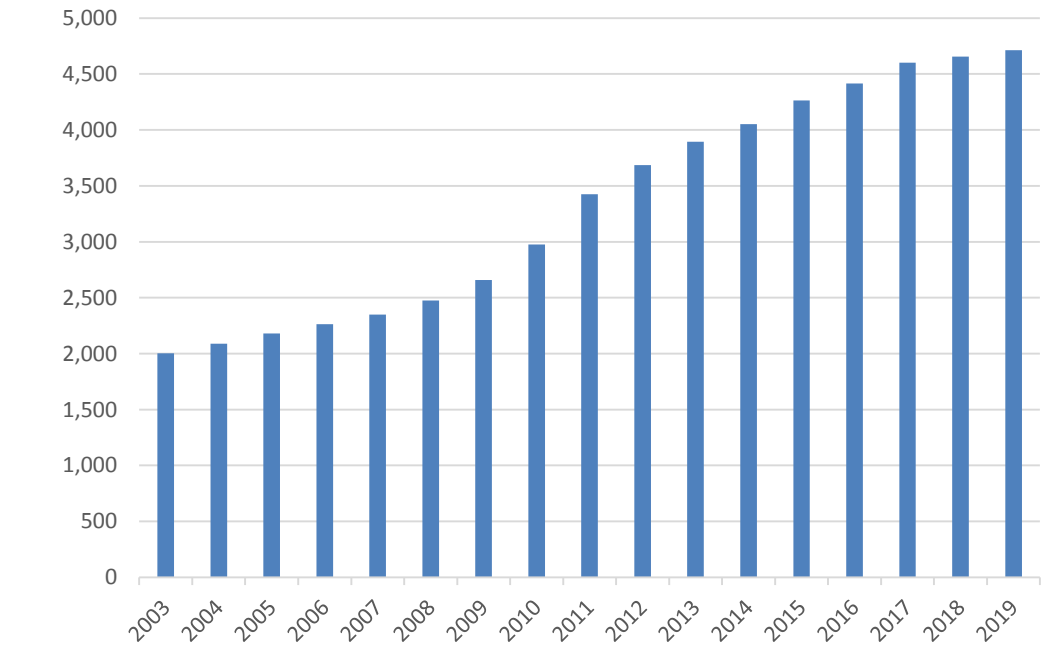
2020 年，教育部发布《2019 年全国教育事业发展统计公报》，公报显示，全国学前及中小学生（K12）数量已经达到了 2.4 亿（含中等职业学校在校生人数）的规模，K12 教育行业市场潜力巨大。2013 年底实施单独二孩政策，对应 2017-2018 学前教育在园人数明显上升；2016 年全面放开二胎，预计 2019-2020 年的学前教育在园人数讲到达一个小高峰。2017-2020 年形成的学前教育在园人数小高峰，可以预计 2020-2023 年小学入学人数会形成一个小高峰。根据弗若斯特沙利文的资料，2019 年中国 K12 教培市场规模已经超过 5000 亿人民币。

图 1：中国 K12 课外培训市场规模（单位：十亿元人民币）



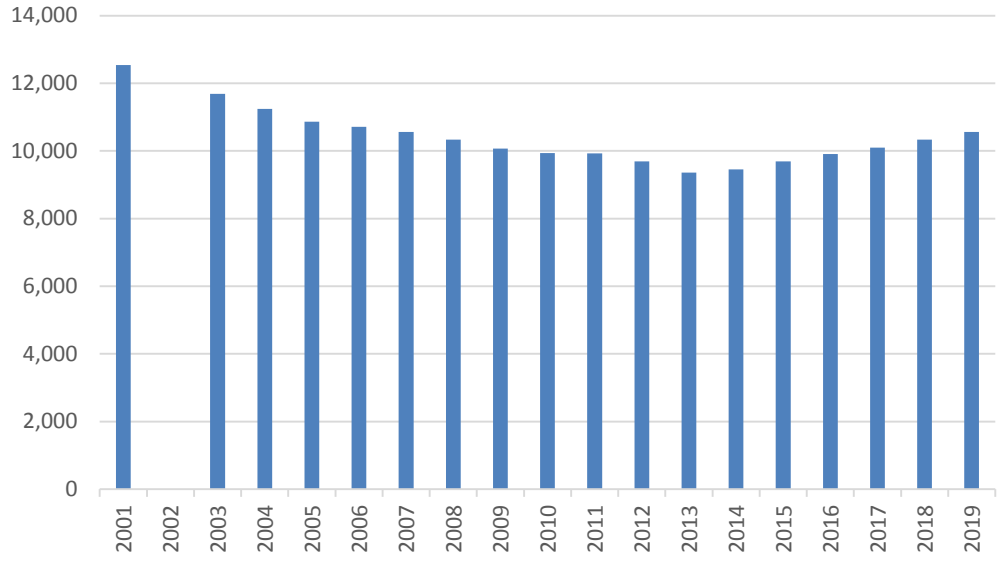
资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券（香港）研究部整理

图 2　中国学前教育在园幼儿人数（单位：万）



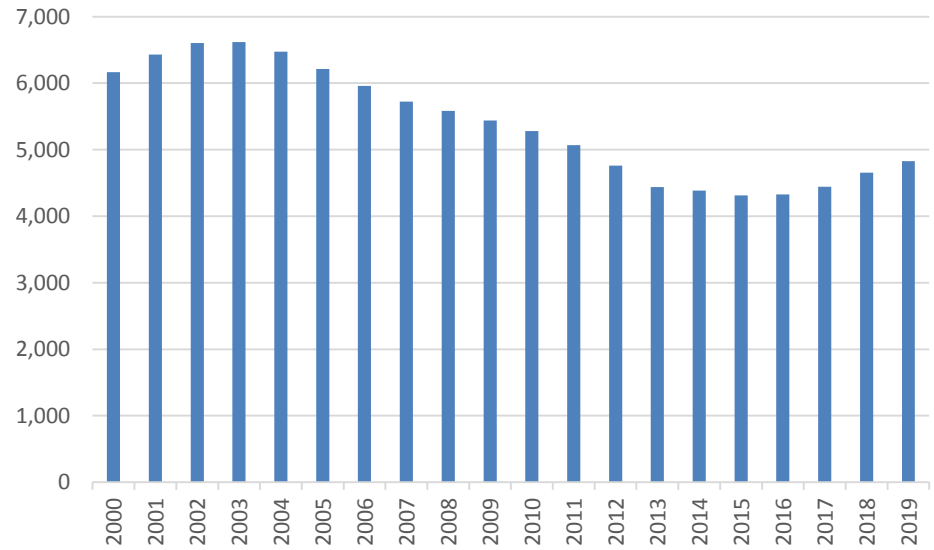
数据来源：Wind，教育部，国信证券（香港）研究部

图 3：中国小学在校生人数（单位：万人）



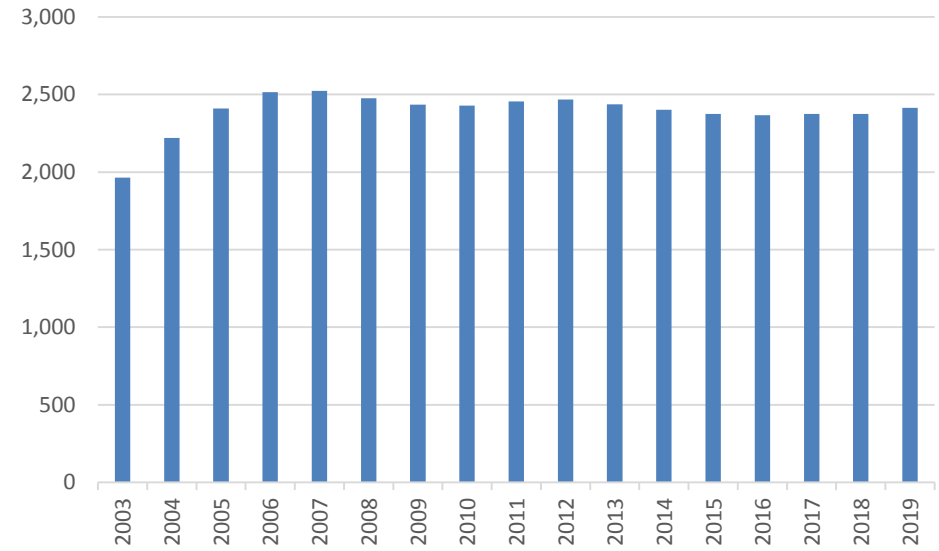
资料来源:Wind，教育部，国信证券（香港）研究部整理

图 4：中国初中在校生人数（单位：万人）



资料来源:Wind，教育部，国信证券（香港）研究部整理

图 5：普通高中在校生人数（单位：万人）



资料来源:Wind，教育部，国信证券（香港）研究部整理

为什么我们仍特别看好线上 K12 教育的发展前景？

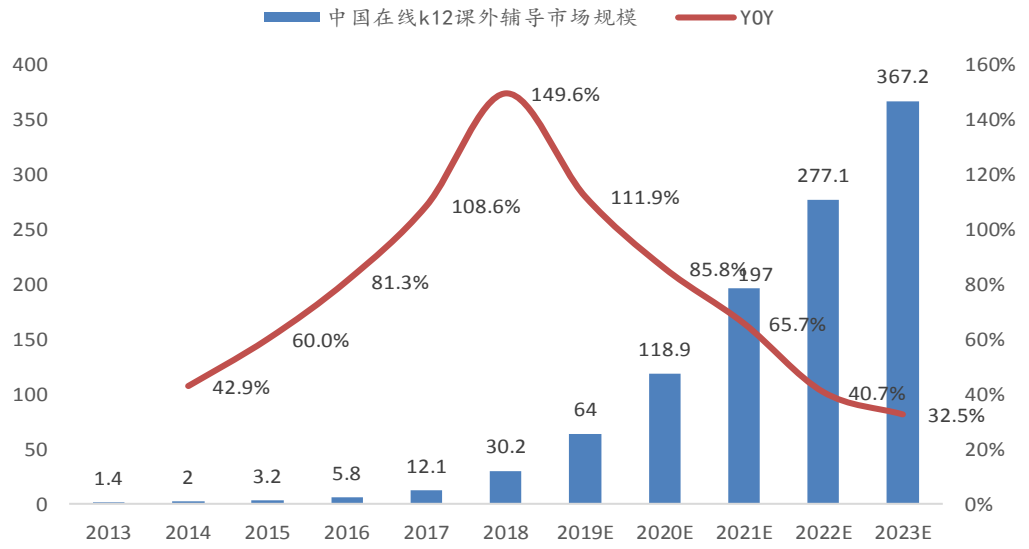
1. 市场空间巨大：K12 教培本身是个巨大的市场，中国家长为子女教育支付意愿极高
2. 科技赋能，5G 技术的广泛商将用令线上教育体验感大大提升，线上教育渗透率将会进一步提升；
3. 线上教育对下沉市场更加有渗透力，全国小学、初中及普通高中在校生人数 1.78 亿人（2019 年），其中城区在校生人数 6948.69 万人，也就是说镇区和乡村地区的 K12 在校生人数占比高达 60.9%。城乡教育资源非常不平衡，乡镇地优质教育资源匮乏，即使因为

经济发展程度，乡镇地区家庭对子女教育可支付的课外辅导经费远低于城市，但由于人口基数庞大，这仍然是一个潜力不小的市场，这部分下沉市场，线上的课外培训机构触达成本太高，线上课外培训机构有先天优势。

从此前披露的业务目标来看，猿辅导 2020 年的现金收入预计达到 180 亿到 200 亿人民币之间，其中 K12 板块（猿辅导网校和斑马 AI 课）的目标收入约 150 亿人民币，成人教育板块（粉笔公考）约 40 亿人民币。财务确认收入角度，公司今年年底预计会达到 100 亿人民币。但由于砸钱营销，今年预计亏损达 20 亿。作业帮也宣称暑期长期付费人次同比增长超 350%，至 170 万，比猿辅导高 10 万。自去年起，作业帮也在探索 AI 启蒙课，推出鸭鸭英语等启蒙课，与猿辅导争夺市场。今年 3 月，作业帮主应用月活已超 1.45 亿，居教育类月活榜首。暑期新增付费用户近七成源于自有流量。

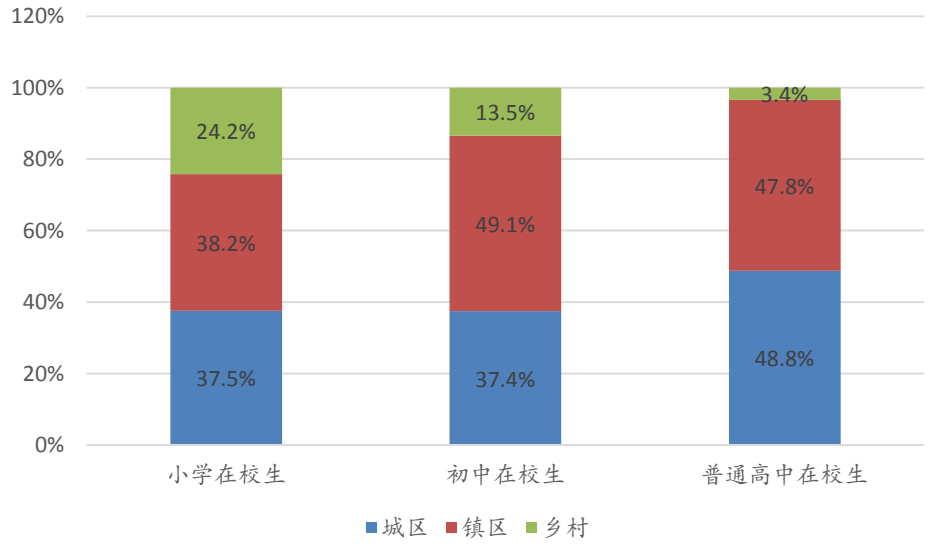
（资料来源：36 氪）

图 6：中国在线 K12 课外培训市场规模（单位：十亿元人民币）



资料来源: 弗若斯特沙利文，国信证券（香港）研究部整理

图 7：全国 K12 阶段学生区域构成



资料来源:Wind，国信证券（香港）研究部

未来线上教育行业发展推演

1）疫情导致一部分中小型线下培训机资金链断裂，生存困难，自然淘汰，市场份额向头部企业集中，向龙头集中；

2）在线教育的全民持续体验式广告效果初显，更多人接受线下转线上；获客成本高企的问题得到缓解，在线教育机构盈利能力提升，今年线上培训暑期班的续班率和转化率可能就能见端倪；

3）线上教学体验、产品力是关键，长期来看利好授课品质好、有较强招录、培训教师能力的培训机构；

线下的课外培训行业就是一个极度分散的市场，其中 K12 课外培训市场经过多年发展，已经形成了好未来加新东方双巨头的格局，这两家龙头公司所占市场份额虽然不大，但逐年在提升，按照他们公布的最新财报数据，2019 年好未来加新东方集团占 K12 课外培训的市场份额约 7%。我们有理由相信在线教育机构有更加得天独厚的条件去争取市场集中度提升，未来在线课外培训赛道，千亿市值的公司可期。

疫情后时代，线下培训机构看复苏和 OMO

疫情受控培训机构复课后，线下的培训机构被打乱的扩张步伐经过整顿又可以重新出发。疫情令线下教培行业加速了洗牌，期间不少中小机构甚至知名机构出现了创办人卷款跑路的事情，这也引起监管部门再次重申培训机构提前收费必须规范化，严禁一次提前收取超过三个月的费用。而疫情下活下来的机构，则因为疫情加速了 OMO 的布局，未来或许很难有纯线下的培训机构，大家都在讲 OMO。东方优播的 CEO 朱宇提到过，目前 OMO 探索形式有四种组合。1）线下授课融合线上授课；2）线下授课融合线上服务；3）线下招生融合线上授课；4）线下授课融合线上招生。

线下培训机构的扩张因疫情受到干扰，今年 5、6 月才全面恢复线下授课，在现金流吃紧的情况下，不少机构选择暂缓扩张，比如华南区域的 K12 教培龙头卓越教育今年上半年就只新开了 7 个教学中心（总数与 2019 年底持平）。

高等教育板块：政策利好，疫情年凸显现金流稳定属性

专升本及高职扩招

2 月国务院常务会议 25 日在北京召开。会议提出，扩大今年硕士研究生招生和专升本规模。会议要求，增加基层医疗、社会服务等岗位招募规模，加大对小微企业吸纳高校毕业生就业的支持。引导用人单位推迟面试和录取时间，对延迟离校应届毕业生推迟报到、落户等时限。对离校未就业高校毕业生提供 2 年户口和档案托管。按应届毕业生身份办理就业手续。过去，专升本的录取比例教育部规定是不超过当年应届毕业生人数的 5%。而从部分公开了具体专升本扩招名额的省份来看，2020 年专升本招生可能扩大一倍，教育部预计扩招 32.2 万人。

2018 年高职院校扩招 100 万人被写进政府工作报告，实际扩招 116 万人，超额完成目标。国务院总理李克强在作今年的政府工作报告时表示，今明两年职业技能培训 3500 万人次以上，高职院校扩招 200 万人，要使更多劳动者长技能、好就业。专升本及高职扩招都实质性利好民办高教集团，比如中教控股（0839.HK）就在 7 月公告旗下学校 2020/2021 学年招生学额总数 3.76 万名，同比增加 27%，其中尤以专升本招生名额增长为劲，专升本学额增加了 6300

人，同比大增 300%，占了新增学额的近八成；新高教集团（2001.HK）公告，旗下学校 2020/2021 学年，本科学额（含专升本）增长 18%，其中专升本学额增长 120%以上。

表 1：高等教育上市公司新学年招生及在校生人数增长情况良好

	2020/2021 招生	同比增长	2020/2021 在校生人数	同比增长
中教控股	45200	61.0%	241600	35.0%
希望教育	71746	47.0%	194554	38.8%
新高教集团	na	na	125692	10.7%
中汇集团	5300		24920	3.4%
中国科培	39202	72.5%	91686	58.3%
华夏视听教育	6592	44.0%	17673	19.0%
东软教育	12761	26.0%	39423	11.0%
民生教育	na	na	93260	12.7%
中国新华教育	11164	7.0%	na	na
宇华教育	na	na	111342	7.0%
建桥教育	6755	7.6%	na	na

资料来源:上市公司公告，国信证券（香港）研究部整理

中国新华教育数据为招生计划人数；宇华教育在校生人数指旗下大学在校生人数

独立学院转设加速

今年 5 月，教育部办公厅印发了《关于加快推进独立学院转设工作的实施方案》，独立学院转设工作将按照“能转尽转、能转快转，统筹兼顾、协调推进，分类指导、因校施策”的工作思路进行。“把独立学院转设作为高校设置工作的重中之重，积极创造条件推动完成转设。”对于独立学院转设提出了三种基本路径：转为民办、转为公办、终止办学。对按期完成转设的举办高校和转设后独立设置的学校，《方案》表示，在招生计划、项目申报、专业设置等方面给予倾斜支持。11 月 11 日，教育部公示了 21 所独立学院转设为独立设置的本科学校的名单。

独立学院转设完成后，不需要再向合作方院校缴纳管理费（一般采取新生新办法、老生老办法的方式终止缴纳管理费，即独立学院转设完成后招收的新生不再需要就其收入缴纳管理费，而转设完成前招收的学生则继续就其收入缴纳管理费直至这些学生毕业）。独立学院缴纳的管理费大致是当年学费收入的 10%-30%左右，例如中教控股旗下三所独立学院松田学院、重庆南方翻译学院、山东泉城学院向合作方院校缴纳的管理费分别是当年学费的 18%、8%、20%。虽然转设或涉及一次性“分手费”，但长远来看完成转设的独立学院经营利润率将大幅提升。

表 2　教育部 11 月公示拟同意设置本科高等学校名单

设置事项	申报省份	办学性质
重庆工商大学融智学院转设为重庆财经学院	重庆	民办
重庆邮电大学移通学院转设为重庆信息学院	重庆	民办
四川外国语大学重庆南方翻译学院转设为重庆外语外事学院	重庆	民办
重庆师范大学涉外商贸学院转设为重庆对外经贸学院	重庆	民办
重庆大学城市科技学院转设为重庆城市科技学院	重庆	民办
景德镇陶瓷大学科技艺术学院转设为景德镇艺术职业大学	江西	民办

华东交通大学理工学院转设为南昌交通学院	江西	民办
江西理工大学应用科学学院转设为赣南科技学院	江西	公办
广州大学松田学院转设为广州应用科技学院	广东	民办
广州大学华软软件学院转设为广州软件学院	广东	民办
广东财经大学华商学院转设为广州华商学院	广东	民办
中山大学南方学院转设为广州南方学院	广东	民办
安徽建筑大学城市建设学院转设为合肥城市学院	安徽	民办
安徽农业大学经济技术学院转设为合肥经济学院	安徽	民办
山西大学商务学院转设为山西工程科技职业大学	山西	公办
山西农业大学信息学院转设为晋中信息学院	山西	民办
东北师范大学人文学院转设为长春人文学院	吉林	民办
北京交通大学海滨学院转设为沧州交通学院	河北	民办
嘉兴学院南湖学院转设为嘉兴南湖学院	浙江	公办
苏州大学文正学院转设为苏州城市学院	江苏	公办
长春理工大学光电信息学院转设为长春电子科技学院	吉林	民办

数据来源：教育部官网，国信证券（香港）研究部整理

高等教育板块逆境下凸显增长韧性

学历教育的现金流高度稳定，且可预测性强，这一特点在很多行业业绩普遍受疫情影响的情况下更为凸显。已公布 2020 财年业绩的 5 间高等教育上市公司 2020 财年营收平均增速达 42.2%，经调整核心净利润平均增速达 62.8%。2020 年因疫情干扰和政策未落地等原因，高等教育板块并购以收购少数股东权益为主。未来高教板块继续内生增长和外延并购双轮并驱的增长逻辑，增长可预见性高，建议关注过往并购整合走在前列的高教龙头中教控股、宇华教育，及内生外延增速稳健，估值低的新高教集团、希望教育。

表 3：部分已公布 2020 财年业绩高等教育上市公司业绩

公司名称	营收	营收 YOY	经调整核心净利润	净利润 YOY
中教控股	26.8	37.0%	10.5	36.9%
宇华教育	24.1	40.5%	10.4	31.3%
新高教集团	15.0	74.8%	4.8	150.5%
希望教育	15.7	45.3%	5.8	60.8%
中汇集团	8.0	13.6%	2.9	34.5%

资料来源: 上市公司公告，国信证券（香港）研究部

表 4：2020 年高等教育板块并购案

时间	并购主体	并购标的	对价/亿人民币	收购股权	对并购标的整体估值/亿人民币	本次并购后持有并购标的权益
2020.01	中教控股	郑州城轨交通中等专业学校	2.38	20%	11.9	100%
2020.1.13	中国科培	哈尔滨石油学院	14.5	100%	14.5	100%
2020.03.01	希望教育	英迪大学（马来西亚）	9.52	100%	9.5	100%
2020.05.09	新高教集团	洛阳科技学院	3.848	45%	8.6	100%
2020.07	新高教集团	广西学校	1.52	39%	3.9	90%
2020.08	中教控股	海口经济学院	13.56	60%	22.6	60%
2020.08	宇华教育	山东英才学院	1.66	10%	16.6	100%
2020.09	宇华教育	湖南涉外经济学院	7.212	30%	24.0	100%
2020.12	中教控股	西安铁道技师学院	3.08	28%	11.0	90%

资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

表 5：高等教育&职业教育行业估值对比

代码	名称	最新收盘价	市值/亿 HKD	PE FY20F (x)	PE FY21F (x)	PE FY22F (x)
0382.HK	中汇集团	8.00	81.5	23.0	17.7	13.8
0839.HK	中教控股·	14.68	315.7	24.0	19.2	16.9
1569.HK	民生教育	1.08	45.6	10.9	7.4	6.5
1890.HK	中国科培	5.19	104.6	14.3	11.2	9.7
2001.HK	新高教集团·	4.60	72.9	12.5	8.8	7.9
2779.HK	中国新华教育	2.40	38.6	10.1	8.6	7.5
6169.HK	宇华教育·	6.49	216.7	17.9	14.3	12.8
1765.HK	希望教育	2.09	151.2	29.3	16.0	12.5
9616.HK	东软教育·	5.03	33.5	13.8	11.0	9.0
0667.HK	中国东方教育·	16.36	358.9	31.6	23.5	18.6
行业平均				17.7	12.9	11.0

资料来源：Bloomberg（行情截至 2020-12-18 收盘），国信证券（香港）研究部

注释：带星号为国信证券香港预测，其他未彭博一致预期；汇率按 1 元人民币=1.19 元港币兑换

监管方向渐趋明朗，明年政策扰动或减弱

民促法实施条例仍未落地，政策的风吹草动仍易引起教育板块股价造成大幅波动。8 月临近学校开学之际，教育部的三份文件引起市场对教育行业或有更严格监管措施的猜测，股价集体大跌。这三份文件是：《关于进一步加强和规范教育收费管理的意见》、《关于规范民办义务教育发展的实施意见》和《中华人民共和国学前教育法草案（征求意见稿）》。其中第一份文件中提及“探索建立学校收费专项审计制度，重点加强对非营利性民办学校的审计，严禁非营利性民办学校举办者和非营利性中外合作办学者通过各种方式从学费收入等办学收益中取得收益、分配办学结余（剩余财产）或通过关联交易、关联方转移办学收益等行为”，学前教育发草案再次明确幼儿园不得直接或间接作为企业资产上市，实际上，类似表述在 2018 年修正版本的《民办教育促进法》和《国务院关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》都已存在，本次三份文件均没有超预期的内容，但 K12 学校上市公司前期涨幅较大及文件令市场意识到政策对于学前教育及义务教育阶段的监管取向不会放松，相关板块股价受到较大冲击。

而 11 月教育部官方释放出监管层面的积极信号，股价又集体报复式上涨。教育部 11 月 10 日刊发在官网的关于政协十三届全国委员会第三次会议第 3379 号提案答复函中明确提出“为保

障非营利性民办学校举办者权益，回应举办者诉求，教育部对合法合规的关联交易持开放态度。同时，为切实保障非营利民办学校的法人财产权不受侵害，避免相关方“以非营利之名行营利之实”，在《民办教育促进法实施条例》（以下简称《实施条例》）修订中，对关联交易作出规定，要求关联交易应该公开、公平、公允，合理定价，不得损害学校利益，建立信息披露制度，相关部门加强监管、按年度对关联交易进行官方审查等。”从监管层释放的信号来看，国家对于民办教育行业的态度是非常支持和鼓励民办教育的发展，同时也强调教育的公益性质，防止资本过度逐利的行为。

虽然政策仍易引起教育板块股价大幅波动，但我们也从历次类似事件中看出政策的大方向一直是一致的：**监管的方向是分类管理，这个大的方向早已确定。民办高等教育、职业教育及课外培训机构板块政策风险较低，我们建议重点布局以上板块。**

2021 年港股教育行业投资策略：重点关注 K12 课外培训及高等教育优质个股

K12 课外培训，无论是线上还是线下，都有着很好的增长空间，建议重点关注龙头：新东方集团（9901.HK）及新东方在线（1797.HK）；

高等教育板块：在内生增长及外延扩张预期下， 业绩增长确定性高，建议关注过往并购整合纪录优秀的个股：中教控股（0839.HK）、宇华教育（6169.HK）、新高教集团（2001.HK）、希望教育（1765.HK）。捕捉个股估值低、增长确定性高的交易性机会。

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:
The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index
Time Horizon: 6 to 12 months

Buy	Relative Performance>20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Accumulate	Relative Performance is 5% to20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral.
Reduce	Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.
Sell	Relative Performance <-20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.

Sector Ratings:
The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index
Time Horizon: 6 to 12 months

Outperform	Relative Performance>5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.
Underperform	Relative Performance<-5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively "Guosen Securities (HK)") has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

买入	相对表现超过 20%，或公司、行业基本面良好。
增持	相对表现介于 5%至 20%之间，或公司、行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或公司、行业基本面中性。
减持	相对表现介于-5%至-20%之间，或公司、行业基本面不理想。
卖出	相对表现低于-20%，或公司、行业基本面不理想。

行业评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

跑赢大市	相对表现超过 5%，或行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或行业基本面中性。
跑输大市	相对表现低于-5%，或行业基本面不理想。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益(包括持股)，在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责条款

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体