

2020年2月25日

行业空间广阔，龙头优势凸显

——教育行业专题研究

行业评级：增持

姓名：訾猛（分析师）

邮箱：zimeng@gtjas.com

电话：021-38676442

证书编号：S0880513120002

张睿（研究助理）

邮箱zhangrui020842@gtjas.com

电话：021-38031656

S0880118080091

投资要点（行业评级：增持）

01

K12培训：市场增长政策趋严，龙头份额持续提升

人口增长、焦虑感提升以及教育资源的分配不均三大动力推动K12培训市场规模持续扩大，目前大部分龙头企业都布局在一二线城市，三线以下城市中小机构众多，下沉市场潜力巨大。随着政策趋严、龙头不断下沉，龙头优势将不断凸显，市场份额有望持续提升。

02

在线教育：突破时空限制，加快渗透提升

随着技术的不断进步，凭借突破时空限制、共享优质教育资源的优势，在线教育渗透率和市场规模不断提升。疫情影响下，在线教育的学习方式推广进三四线城市，推进行业认可度与渗透率的提升，中长期将大大加速在线教育的发展进程和下沉进度。

03

职业教育：政策加持空间广阔，龙头扩张优势显著

2019年，政策加持推动职业教育行业健康快速发展。非学历职业教育不同赛道的市场空间和可复制性各有不同，招录培训可复制性强，技能培训空间广阔，龙头在做深原有业务板块的基础上，通过将成功经验和系统复制到新的领域实现持续增长。

04

高等教育：内生外延持续增长，龙头估值有望修复

2019年各高教集团通过内生外延的方式不断增加学生数，经营稳步增长。2018年8月民促法后，高教版块估值仍处于较低水平，增长良好经营稳定的龙头估值有待修复。

05

投资建议

教育行业市场空间广阔，龙头竞争优势显著，份额有望持续提升。推荐标的：立思辰、好未来、新东方等。受益标的：在线教育：新东方在线、跟谁学等；职业教育：中公教育、中国东方教育、开元股份、科斯伍德等；高等教育：希望教育、中国新华教育、中国科培等。

01

K12培训：

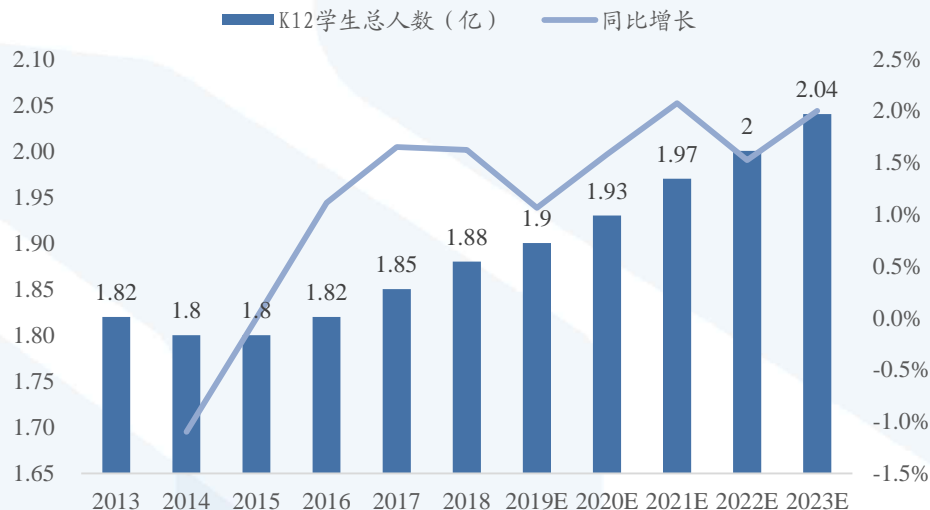
市场增长政策趋严，龙头份额持续提升

K12培训：学生数量不断增加，教育支出持续上升

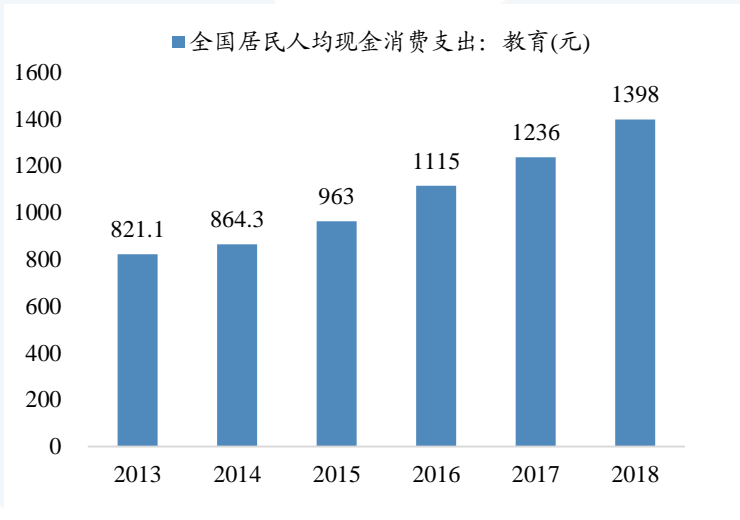


K12是学前教育至高中教育的缩写，现在普遍被用来代指基础教育。中国K12阶段总学生人次从2013年的1.82亿人增加至2018年的1.88亿人，预期2022年将超过2亿人。随着人均收入的提升，家长在教育方面有了更多的支出，中国的人均现金消费中教育开支从2013年 821元增至2018年1398元，未来有望持续提升。

图：K12阶段学生人数稳中有升



图：全国居民教育支出持续上涨

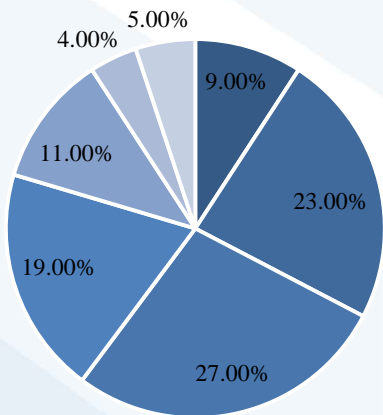




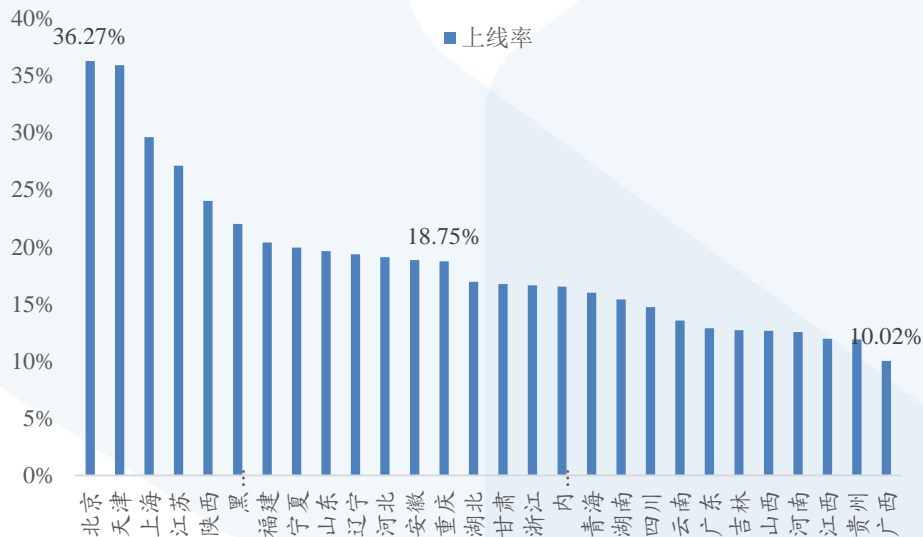
教育资源分配不均匀导致的焦虑是K12市场需求主要动力之一。中小学为首的教育资源紧缺问题在我国非常严峻，国内公共教育资源的紧缺以及地区间和地区内的教育不均，家长望子成龙望女成凤的愿景以及家长之间的攀比心态具有巨大的鸿沟，“焦虑感”让家长在K12课外培训上更加愿意投入。

图：家长在孩子幼儿至高中阶段更加容易焦虑（2018）

- 婴儿
- 初中阶段
- 都焦虑
- 幼儿阶段
- 高中阶段
- 小学阶段
- 大学及以上



图：2019年各省市一本上线率差距巨大

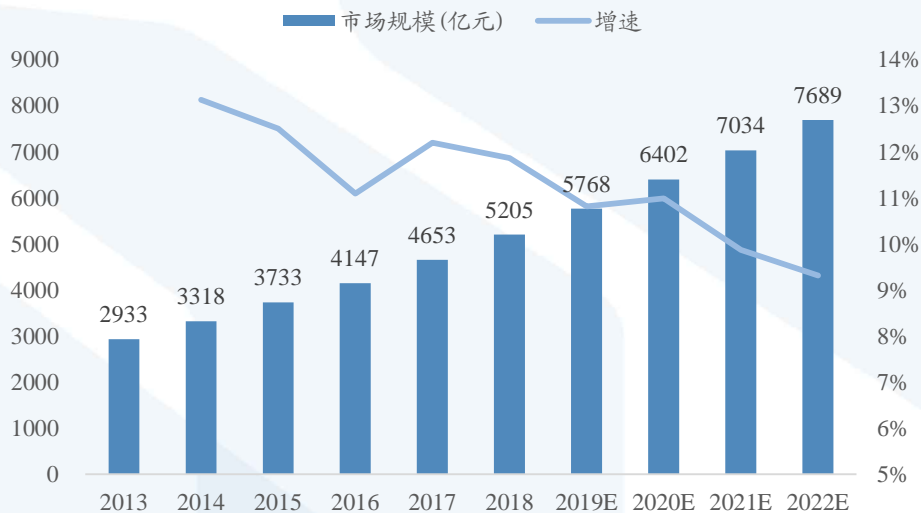


K12培训：市场规模持续增长，课程培训占据主导

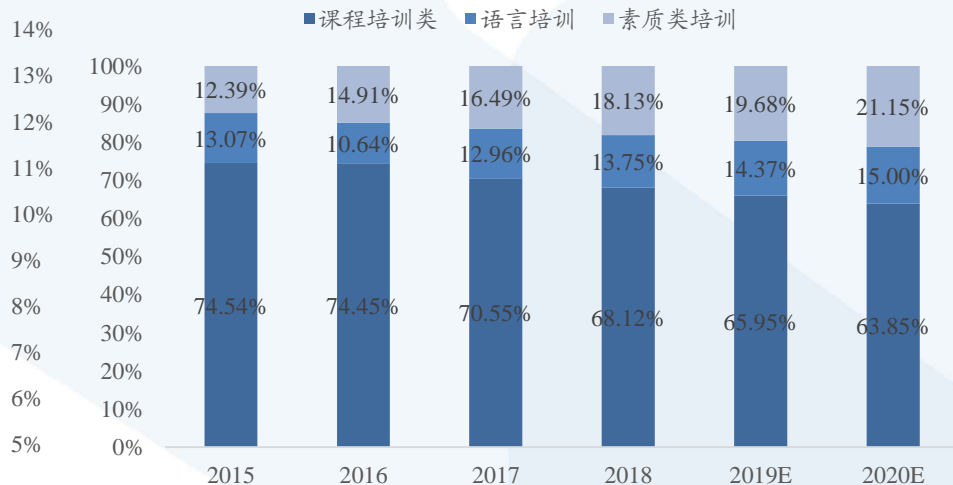
K12整体市场规模呈现逐年上升的趋势。人口增长、焦虑感提升以及教育资源的分配不均这三大动力促使K12课外培训市场规模逐年扩大。据弗若斯特沙利文的数据显示，2018年K12课外辅导市场规模超过5000亿，预计2020年将超过6000亿元。

课程培训类辅导占据主要地位。近些年课程培训类在K12课外辅导中占比维持在70%以上，但随着素质教育的发展和留学人数的增加，语言培训和素质类的占比开始逐步提升。

图：预计K12课外辅导市场规模在2020年可达6000亿



图：课程培训类占比逐渐下降

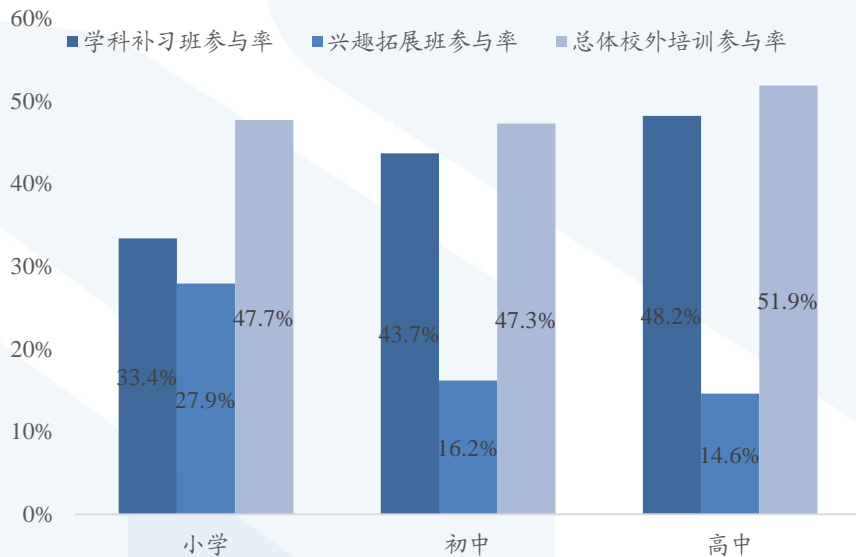


K12培训：参培率仍有提升空间，下沉市场潜力大

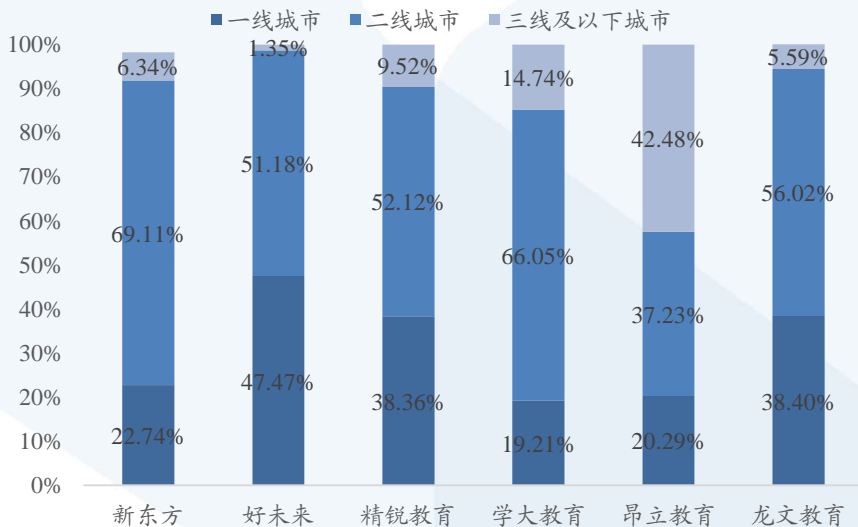


目前国内中小学学生课外培训参培率在50%左右，与日本70%以上的参培率仍有较大差距。因为人口分布的原因，目前K12市场一线城市二线城市分别占据了K12课外辅导6.5%，13.2%的市场份额。而三线及以下城市占据了80.3%的市场。但从国内代表的K12培训机构网点布局来看，大部分都布局在一二线城市，三线以下城市中小机构众多，下沉市场潜力巨大。

图：不同阶段K12课外培训参培率约在50%（2018）



图：K12中国课外辅导代表机构校区以一二线为主（2018）



K12培训：行业集中度低，龙头份额提升空间大

K12培训行业目前尚处于完全竞争状态，行业壁垒较低，以学而思和新东方为双巨头，2018年CR2只有4.4%，CR10约为6.5%。其中，K12培训机构年营业额超过1000万得不超过1000家，年营业额超过5000万的不超过100家。随着市场竞争激烈化、政策不断趋严，未来市场集中度将进一步提高。

图：K12行业机构梯队化明显

梯队	年度营收（元）	类别	分布区域	代表公司
第一梯队	100亿以上	巨头	主要一二线城市，目前深化二三线城市	好未来、新东方
第二梯队	5-30亿	领先型连锁店	主要在一二三线城市，深耕当地，少数跨区域经营	精锐教育、卓越教育、高思教育
第三梯队	1-5亿以下	区域性连锁	布局一到四线城市，主打名师效应	名师教育、邦德教育
第四阶梯	千百万	地方性连锁	单个城市或附近城市	武大广博、同济数学
第五阶梯	百万元	各类个体户	全国各地、三四线城市	名师工作室、个体户

K12培训：政策规范趋严，规范化的头部机构份额有望加速提升



2018年8月国务院发布《关于规范校外培训机构发展的意见》后，多个省市在2019年相继发布地方落地政策。线上与线下培训政策的明确和落地使得行业更加的经营规范，为以后的专注发展打下基础。随着行业对规范政策的落实和适应，头部机构盈利能力和扩张速度有望进一步恢复，同时市场集中度和竞争性将进一步提升。

图：K12课外培训政策监管趋严

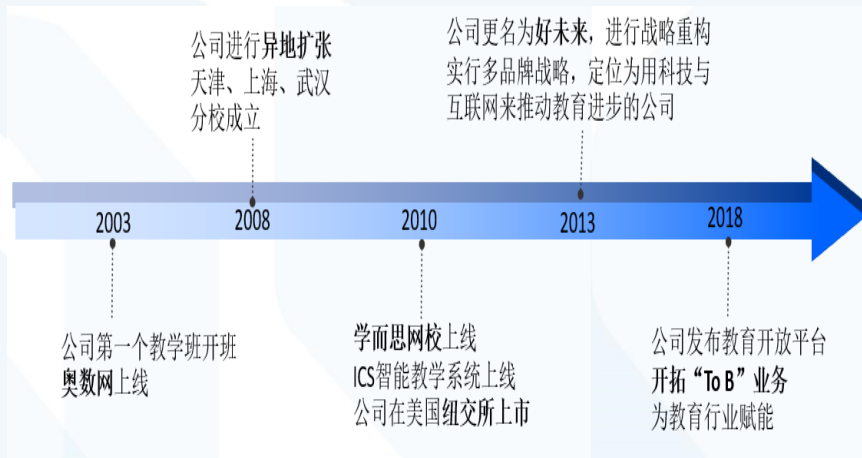
政策类型：	颁布机关及时间	政策关键内容
规范办学机构	2018/08 国务院 2019/07 教育部	1, 《关于规范校外培训机构发展意见》:校外培训机构同一培训阶段生均面积不低于3平方米 2, 《关于规范校外线上培训的实施意见》:按课时收费的,每科不得一次性收取超过60课时的费用;按培训周期收费的,不得一次性收取超三个月的费用。
监管培训教师	2018/08 国务院 2018/12 国务院 2019/07 教育部	1, 《关于规范校外培训机构发展意见》:不得聘用中小学在职教师 2, 《中小学生减负措施》(减负30条):严禁中小学教师到培训机构任教,一旦发现,坚决吊销办学许可证 3, 《关于规范校外线上培训的实施意见》:培训教师应该有教师资格证
减轻学生负担	2018/02 教育部 2018/09 教育部	2, 《关于切实减轻中小学课外负担开展校外培训机构专项治理行动通知》:严禁“超纲教学”,“强化应试” 1, 《关于做好校外培训机构专项治理整改工作的通知》:严禁将校外培训结果和竞赛成绩作为招生入学依据,严禁“非零起点教学”等行为

1.1

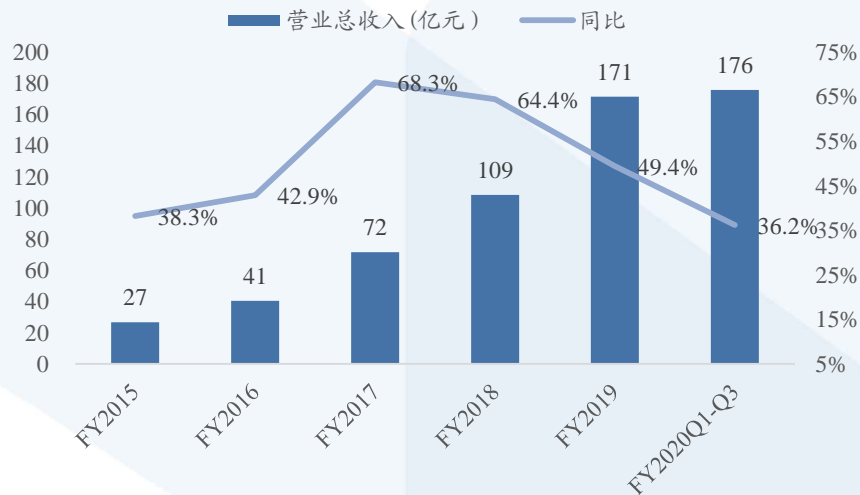
好未来（TAL）：K12培训龙头地位稳固，进行多赛道布局

- **K12培训行业龙头，专注K12进行横纵向扩张。**2003年，公司创始人兼CEO张邦鑫在北京创立“学而思”。并于2010年由线下进军线上，同年在美国纽约交易所上市，2013年，公司更名为好未来，进行战略重构，确立多品牌协同发展，好未来的全新定位为“一家用科技与互联网来推动教育进步的公司”
- **2018年，好未来发布了教育开放平台，**开拓“to B”业务，为教育行业赋能，公司正式进入下一个战略发展阶段。目前公司已经成为一家覆盖0至24岁、多学科并举、线上线下共生、多品牌协同发展的综合性平台化教育集团。

图：公司稳步进行横向纵向扩张



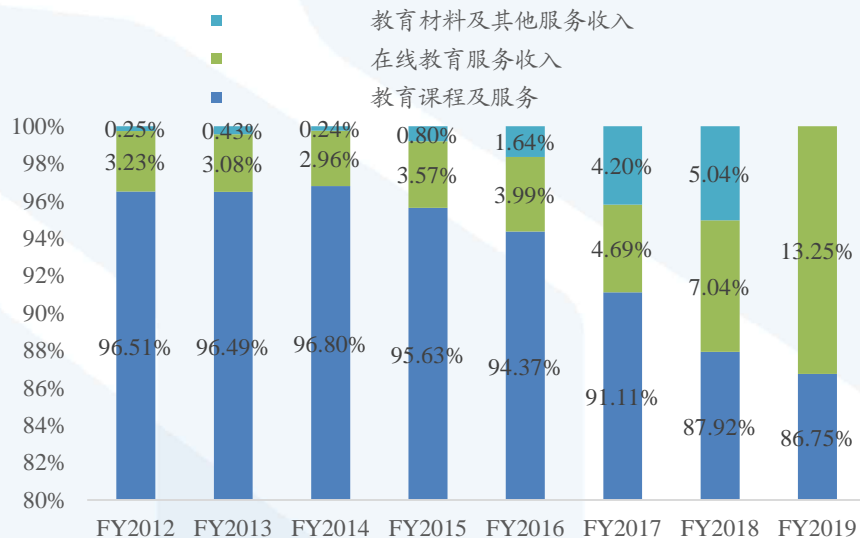
图：公司营收稳步增长



1.1 好未来 (TAL) : 全体系多品牌协同发展

- 公司已经形成了：以学而思培优、学而思网校、爱智康等为核心的**K12教育体系**，以摩比思维、宝宝树、鲨鱼公园等为核心的**早期教育体系**，以及以考研网、顺顺留学等为核心的**高等教育体系**，同时还打造了以家长帮等为核心的**教育开放平台体系**。

图：在线教育营收占比不断提升



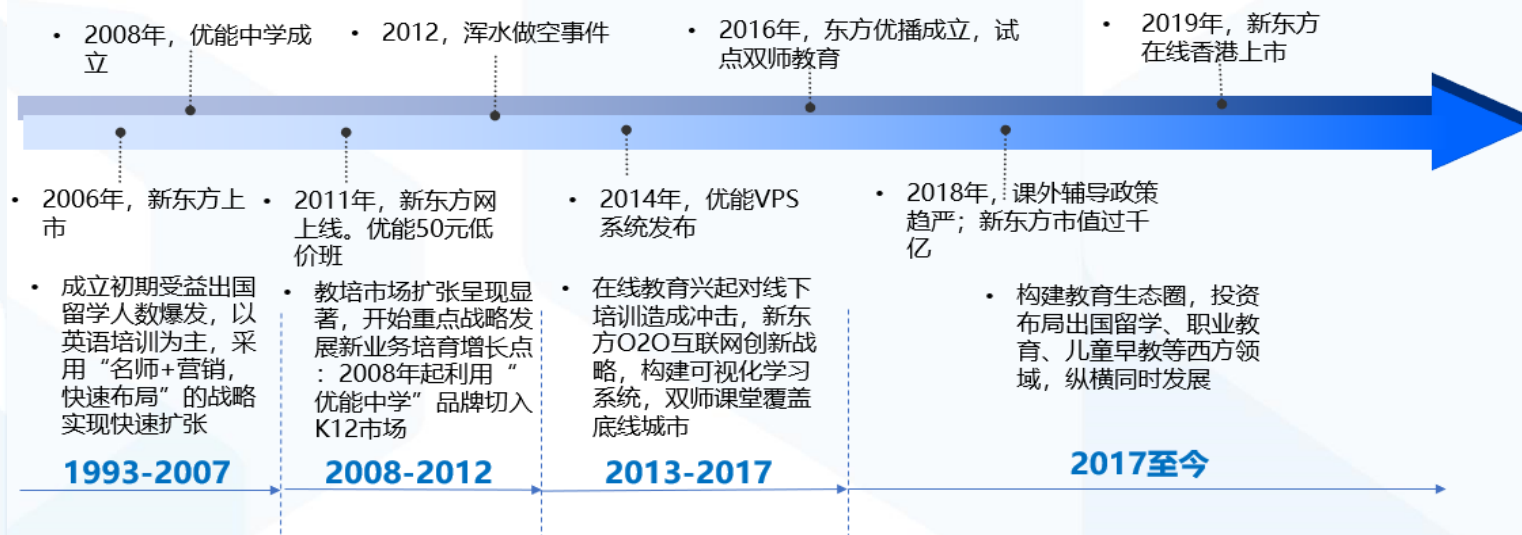
图：公司全体系战略发展



1.2 新东方 (EDU.N)：起家留学转型K12，多业务协同

- 新东方教育科技集团(EDU.N)是首家登陆资本市场（纽交所）的中国教育龙头企业。初期新东方在留学市场独占鳌头。2000年，新东方在这单一细分领域占据50%的市场，2008年起新东方正式发力K12业务，成立优能中学切入K12市场。随后K12逐渐成为新东方最重要的主营业务，2013年新东方开始积极拓展线上业务，实施O2O互联网创新战略。2014年，其线上直播教学网站酷学网上线，同年优能发布VPS系统。2016年，东方优播成立，开展线上小班业务。同年，其开始试点双师模式，拓展低线城市教学业务。2017年至今，新东方致力于全产业链布局，构建教育生态圈。

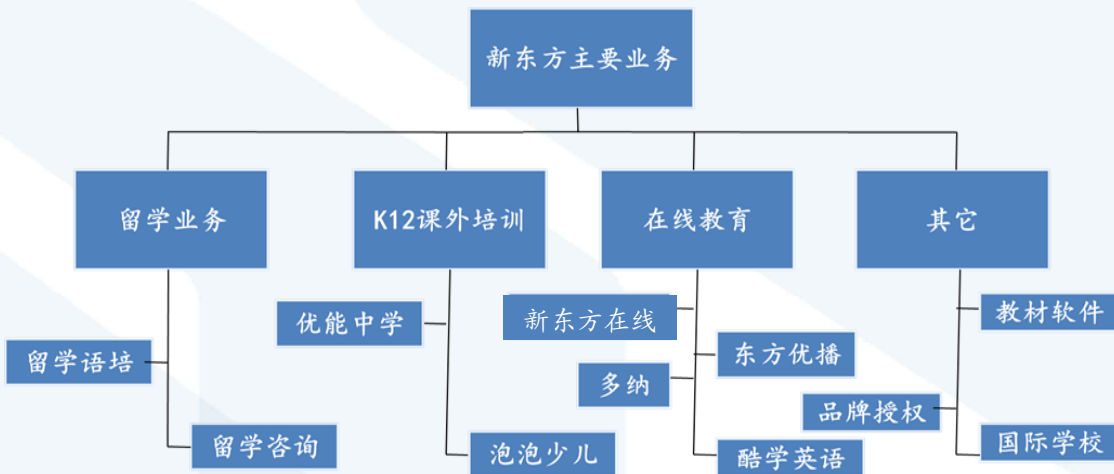
图：新东方不断发展迭代，完善布局



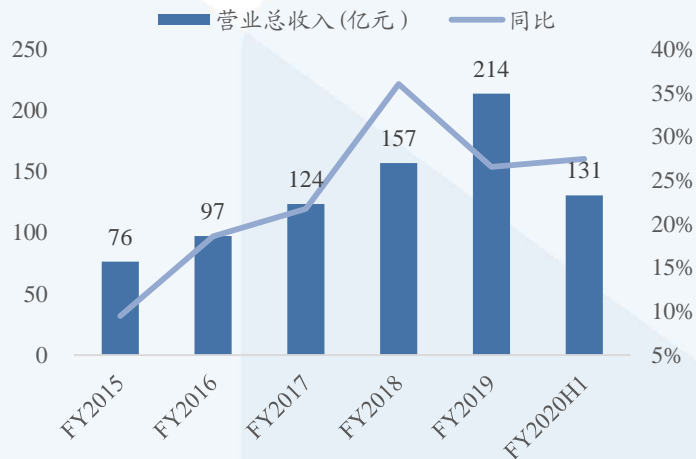
1.2 新东方 (EDU.N) : K12驱动营收增长加快

- **公司营业收入和盈利稳定上升。**自FY2010到FY2019 (2018.06-2019.05)，公司营业收入由26亿增长到214亿元，十年复合增长率达到23%。公司集教育培训、研发、图书出版、出国留学服务、职业教育、在线教育、教育软件研发等于一体。截止FY2020Q2 (2019.11)，公司在全国的校区数量达到1304个，同比增加179个、环比增加43个。K12业务已成新东方营收增长核心动力，营收占比接近6成。

图：新东方多业务协同



图：新东方营业收入增速提升



立思辰（300010.SZ）：并购转型，深耕教育，专注语文

- 通过并购华丽变身教育公司，逐步剥离信息安全业务。公司前身为北京立思辰办公设备有限公司。2012年以教育信息化设备为切入点布局教育板块，通过多次外部收购对泛教育领域进行扩张，并确立教育板块作为公司发展方向。
- 收购中文未来主打大语文教育。2018年2月，公司收购中文未来51%的股权，在原有的C端升学服务领域之外拓展大语文板块，布局K12教育培训板块。2018年7月收购中文未来另外10%股权，并在11月以自有资金7.02亿元收购中文未来剩余39%的股权，中文未来成为公司的全资子公司。同时公司不断剥离其他业务，未来公司将集中优势资源发展大语文业务。

图：公司通过并购变身教育公司，主打大语文培训



立思辰 (300010.SZ) : 优质团队+完善布局助大语文腾飞

- 公司创始人是语文培训领军人物，核心团队均来自名校中文系，品牌知名度高。窦昕搭建的“大语文”核心团队，均为80后、90后年轻教师，成员主要来自于北京大学、北师大中文系，其中90%为重点国内外院校毕业，多位老师有中外教育背景。
- 公司人才培养体系完善易复制，深度绑定名师，薪酬水平高，流失率低。立思辰大语文团队老师使用模块化教学模式，教师备课负担小、产能高且能确保公司教师的稳定性。同时在公司运营、教育和老师服务方面也分工明确，保证工作和工种的专业化。

图：大语文核心团队均来自顶级院校中文系



表：公司人才培养体系完善易复制，薪酬水平高于行业平均

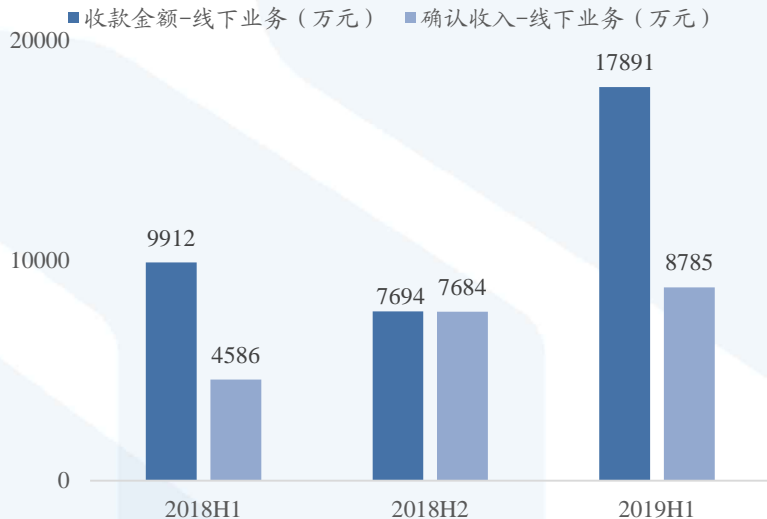
模式	模式介绍	模式优点
搭课机制	由多位老师共同负责一门课程,单个老师只需要上其中的个人小模块	降低教师备课负担 教师产出高、效率高 确保教师稳定性
招聘方式	通过校招方式直接招聘顶级学府语文相关专业应届生,公司自己对老师进行培训	确保教师背景优秀 对教师进行系统化培养
人才培养体系	老师评定被分为四个等级,分别为S、A、B、C级。经过两周左右的培训能成为C级老师,可以上导流课;再经过一段时间的老带新,经历过学徒阶段,能成为B级老师;再经过一年左右时间成为A级,A级老师可以带学徒老师。	产品-教师层级针对性设置,确保各阶段的老师都可以提供价值 完成教师从普通到卓越的转变 从卓越教师中筛选明星教师 保证教师咨询的可持续性
签约体系	明星导师签约,提供2.5倍的市场薪酬,核心骨干老师绑定公司股权	深度绑定核心名师 降低名师离职率

1.3

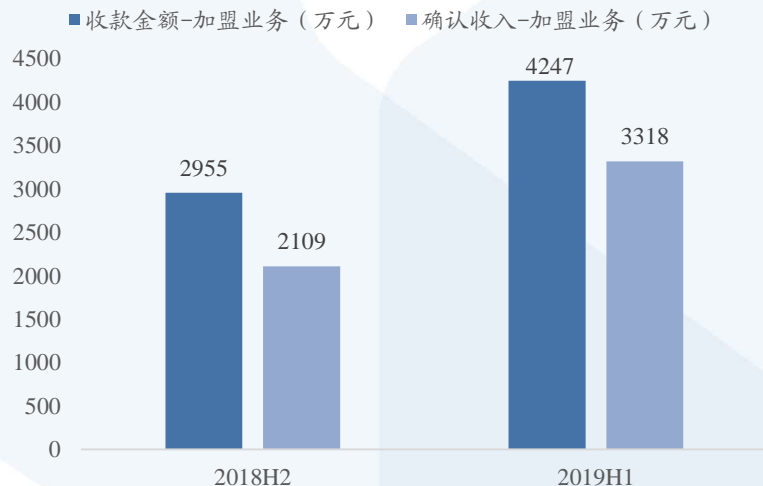
立思辰（300010.SZ）：经营持续向好，系统化加盟模式易复制

- **大语文经营持续向好，中心数量不断增加。**大语文直营门店数量保持稳定增长，截至2019H1，直营门店数量约133家。2019H1收款金额1.79亿元，同比增长80.5%，确认收入8785万元，同比增长91.6%。2019H1线下业务报名人数44168人，同比增长97%。
- **加盟中心数量快速增长，推动加盟收入增加。**得益于公司品牌和优质口碑，加盟商意向强烈，2019H1加盟学习中心数量137家，较2018年增长58家，到2019Q3加盟学习中心数量已经超过180家，预计至2019年年末，公司加盟学习中心数量将超过250家。

图：大语文线下直营业务收入持续增长



图：加盟业务营收高速增长



02

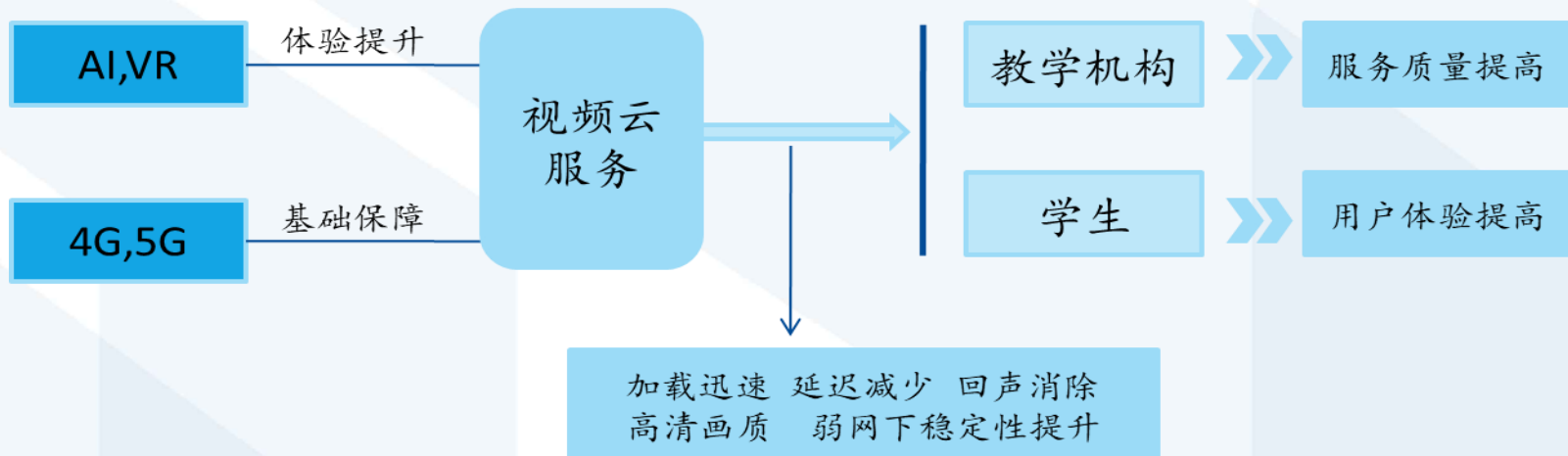
在线教育：
突破时空限制，加快渗透提升

在线教育：科技发展推动行业发展，突破时空限制共享优质资源

◆ **在线教育突破时空限制，共享优质教育资源。** 在线教育一般指的是一种基于网络的学习行为，有两大突出优势：1、突破时间和空间的限制，提升了学习效率；2、跨越因地域等方面造成的教育资源不平等分配，使教育资源共享化，降低了学习的门槛。可以很好的与线下教育相结合，因此近些年在线教育蓬勃发展。

◆ **科技发展将给在线教育用户提供更好的体验，推动行业发展。** 近年来，我国大力投入互联网基础设施建设。骨干宽带网容量大幅提升，宽带网络提速明显，为云服务打下坚实的基础，视频云服务产业为教学机构提供廉价而又高效的服务。同时，未来5G的普及使得视频延迟减少，画面更清晰，稳定性更高，再加上AI，VR技术的发展，课堂活跃度有望进一步上升，在线教育或将愈加受到欢迎。

图：技术发展提供更好体验



在线教育：盈利模式主要有技术收费、平台收费以及内容收费

目前在线教育已经建立起技术支持-内容供应-平台-分发推广四大环节的产业结构。其中，技术支持与内容提供商位于产业链上游，各类在线教育平台位于产业链中游，对接下游B端或C端用户。在线教育培训模式主要有“在线一对一”、“小班课”和“双师课”等，还有部分线上内容运营商以提供公开课和解题服务为主。



在线教育：用户数量持续增加，市场规模较快增长

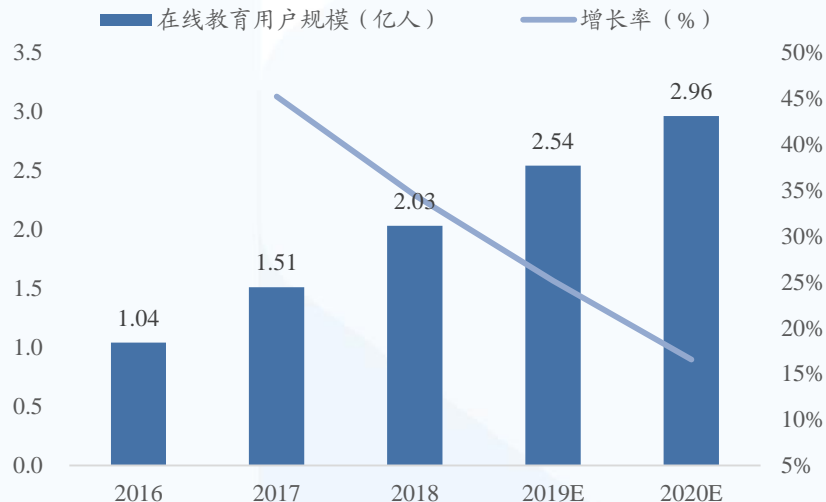


根据艾媒咨询的数据，2018年中国在线教育用户规模超过2亿人，而到2020年，有望达到3亿人。根据艾瑞咨询的数据，2018年中国在线教育市场规模2518亿元，预计在2022年市场规模将超过5000亿元。

图：中国在线教育市场规模稳步增长



图：中国在线教育用户规模持续增加



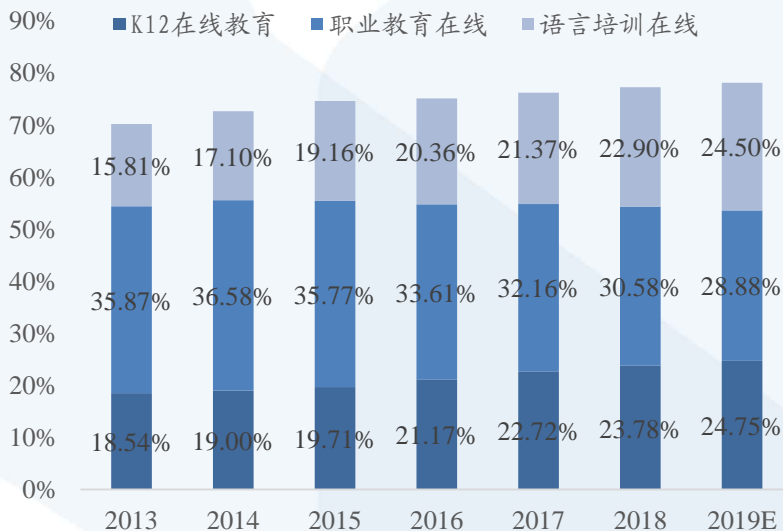
在线教育：细分领域众多，K12和语言培训比例提升

在线教育主要包括K12教育、高等教育、职业培训、语言培训、素质教育、学前教育等领域，其中职业培训、K12课后培训、语言培训的市场规模相对较大，2018年三者的占比分别为30.5%/23.8%/22.9%。K12在线教育市场规模较易受学业竞争压力影响，并逐步从一二线城市下沉到三四线等低付费用户，在线学前教育市场规模也逐步增长。职业教育市场受就业市场竞争压力以及大学生毕业人数驱动。语言培训市场规模主要受对英语口语技能需求、以及其他语种学习兴趣增强驱动。

表：在线教育参与企业众多

细分市场	代表企业
学前教育	编程猫、傲梦企业
K12教育	新东方在线（综合网校）、学而思（综合网校）、跟谁学（综合网校）、VIPKIDS（少儿英语）、作业帮（作业辅导类）、猿辅导（作业辅导类）、掌门一对一（中小学在线1对1辅导）、51TALK（少儿/成人英语）、海风教育、DADA（少儿英语）等
高等教育	中国大学MOOC（网易）、网易公开课、学堂在线、TED等
素质教育	美术宝、弹琴吧、爱棋道等
语言培训	有道、流利说、沪江网校（K12、语言培训）等
职业培训	尚德机构、中公教育、华图在线、中华会计网校等

图：K12在线教育和语言在线培训比例提升

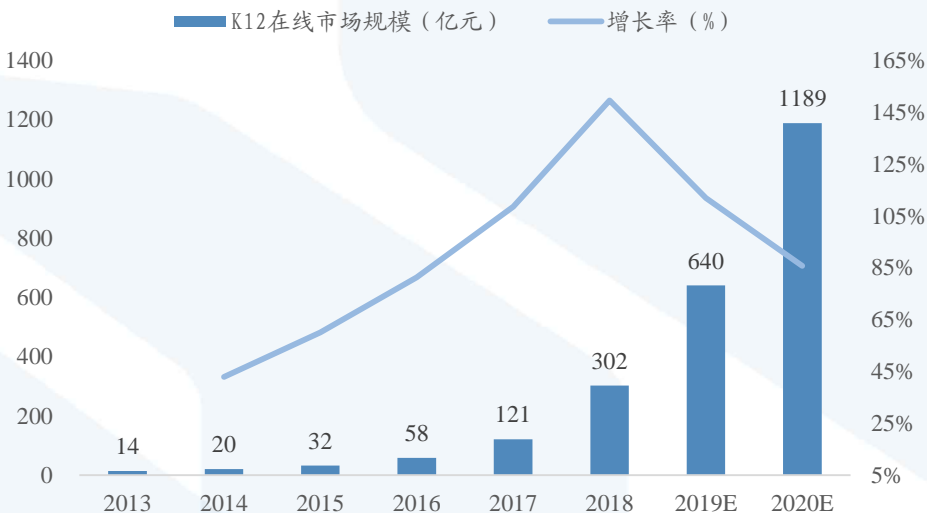


在线教育：K12市场规模快速增长，渗透率仍有很大提升空间

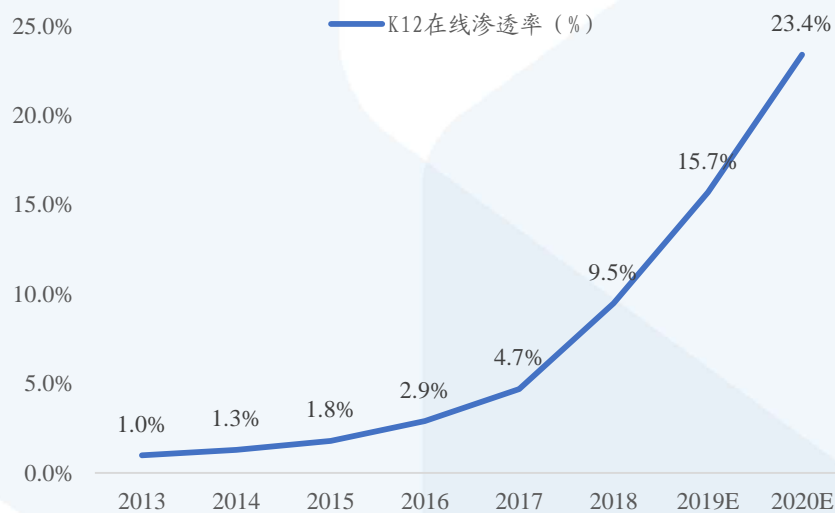


K12在线教育市场规模增速比整体在线教育更快，近年来保持在60%+的增速，预计将在2020年破千亿。根据弗若斯特沙利文的数据，2018年K12在线渗透率只有9.5%，预计2020渗透率将提升到23.4%，渗透率加速提升。

图：K12课外培训在线市场规模快速增长



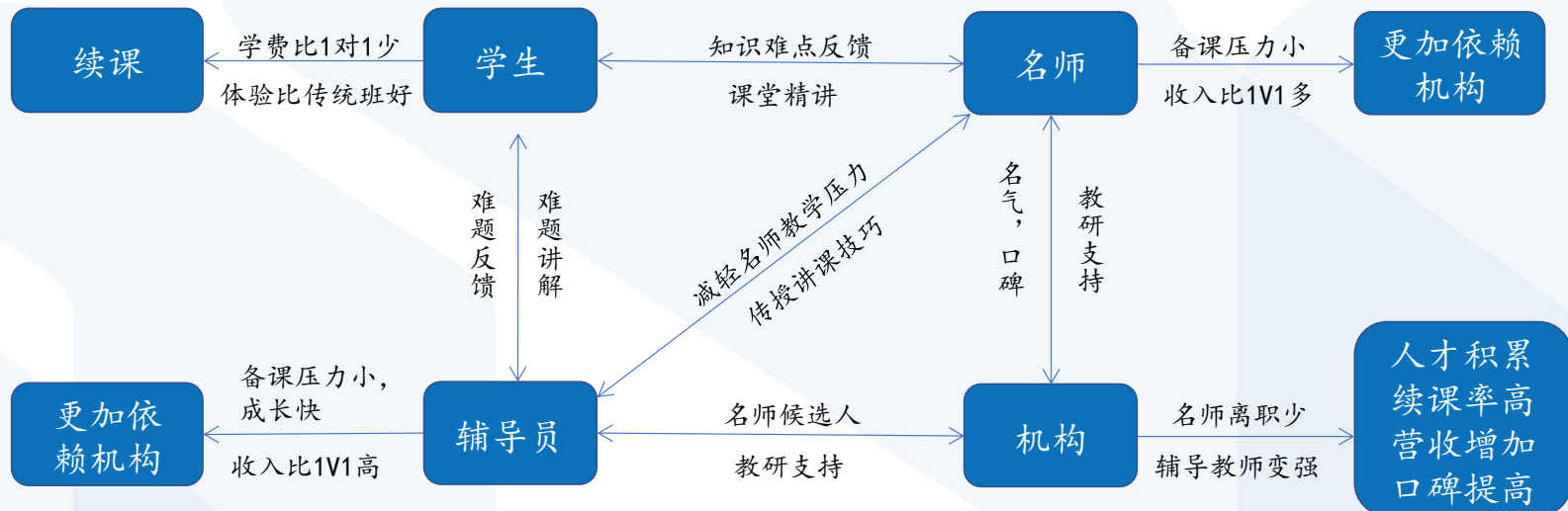
图：K12课外培训在线市场渗透率增长迅速



在线教育：班课模式受众更加广泛，双师模式空间广阔

在线教育的培训模式主要是“在线一对一”、“在线小班”和“双师大班”培训模式。双师大班以“主讲老师+辅导老师”的线上双师模式既能实现名师教学，又能实现课后辅导老师对学生动态的跟踪满足学生课后答疑个性化需求，在线小班则相对“一对一”模式降低了成本，并能实现互动交流和教学氛围。二者其实都满足特定学生群体的需求，由于不同学龄学生的需求不同，各有其适用对象，二者续班率接近的情况下，基于双师大班的客单价要低于在线小班，未来双师大班课的市场空间或将更为广阔。

图：双师大班教学模式空间广阔



在线教育：K12在线教育龙头加速抢占市场，大力宣传提升渗透率

K12在线教育龙头2019年暑期投放海量资金宣传。根据36氪相关数据,好未来、猿辅导、作业帮预计分别投入10/7/4亿元,10余家在线教育机构预计投放总额约30-40亿元。海量广告的投放效果显著,招生规模急剧扩大,同时转化率可观。从一级市场融资情况来看,2019年在线教育单个项目融资金额都比较大,掌门一对一融资额达到3.5亿美元,体现出资本对于在线教育发展的信心。

表：K12在线教育企业2019暑期加大广告投放





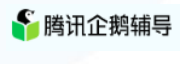

培训机构	暑期广告费用(亿元)	暑期学生数量(万人)	促销课广告成本(元/人)	低价班转正价班转化率
新东方在线		20		
跟谁学		20		
学而思网校	10	100	1000	30%
猿辅导	7	100	700	42%
作业帮	4	200	200	30%

表：2019年主要在线教育机构融资情况

公司	时间	融资额	融资轮次	投后估值
DaDa英语	2019.1	2.55 亿美元	D 轮	15.3 亿美元
VIPKID	2019.1	1.5 亿美元	E 轮	45 亿美元
掌门一对一	2019.2	3.5 亿美元	E 轮	16 亿美元
洋葱学院	2019.3	3 亿人民币	D 轮	24 亿人民币
火花思维	2019.8	8500 万美元	D 轮	4 亿美元

在线教育：疫情当前停课不停学，在线教育赢发展契机

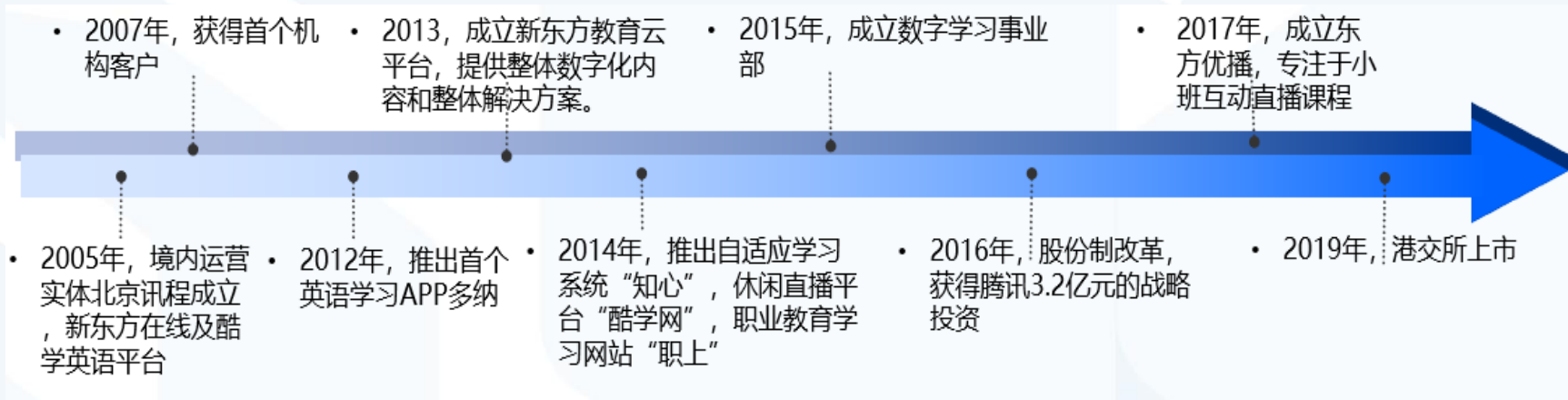
此次疫情对于在线教育的快速普及起到很大刺激作用，主要地区普及率将从目前的不到20%快速提升到接近100%，并将在线教育的学习方式推广进三四线城市。在线教育机构纷纷推出免费课程吸引流量，有望改变原对线上教育认可度与接受度低的学生与家长观念，推进行业认可度与渗透率的提升。中长期将大大加速在线教育的发展进程和下沉进度。例如：新东方免费课程两天累计报名人数就达到80万人，目前已报满。

时间	公司	具体措施
2020年1月26日	 跟谁学	跟谁学+高途课堂向武汉地区的中小學生捐赠20000份价值2000万元的寒假正价直播课，并且承诺授课内容、上课时长、授课老师（包括主讲老师和辅导老师）与寒假正价班一致，以确保教学效果与服务品质。免费向全国培训机构提供在线直播工具“微师”，支持视频直播、语音直播、录播课和音频课等形式的课程
2020年1月30日	 Koolearn 新东方在线	为全国大学生免费提供包括大学英语四六级正价课、考研英语、考研数学、新概念英语、教师资格证精品课，以及雅思、托福、GRE等出国考试精品课在内的，共计10万份课程。其中，大学英语四六级正价课(大学英语四级精品班【2020年06月】和大学英语六级精品班【2020年06月】)将全部免费，且教学内容与服务品质与付费课程完全一致。
2020年2月1日	 学而思网校 在线学习更有效	学而思网校推出从周一到周五与校内时间同步的全年级各学科免费直播课和自学课，课程涵盖小学一年级到高中三年级全部学科。孩子们可以根据需要，通过学而思网校APP或官网随时随地进行系统学习。自2月1日(正月初八)起，学而思网校开始进行全天试运行授课。
2020年2月2日	 100 作业帮	作业帮推出“春季加油站计划”，面向延期开学的中小學生，推出春季校内同步直播课。免费直播课程涵盖小、初、高所有年级，将于2月3日起提前开课。老师将带领全国中小學生做寒假巩固复习，春季校内同步学习，每周一至周五白天时段直播。课程内容针对特定学情做了特殊定制设计，与学校正常进度基本同步，节奏、难度、课时长度等都有考量。课间还将进行眼保健操和室内操，保护学生健康。
2020年2月4日	 腾讯企鹅辅导	腾讯企鹅辅导将向全国中小學生免费提供春季同步直播课。本次公益直播课涵盖小初高各年级各学科，由一线名师同步直播答疑。此外，除提供各年级各学科的直播课程之外，公益直播课还开设了包含音乐鉴赏、体育故事等的名师大家素养课程以及家庭教育课程
2020年2月6日	 VIPKID 在线少儿英语	中央广播电视总台旗下“央视频”携手青少儿英语教育机构VIPKID联合推出免费外教直播课程，由VIPKID北美外教领衔主讲，配合中教名师，课程涵盖小学六个年级，精选英语启蒙、兴趣故事、自然拼读、知识百科、语法应试、智慧阅读等优质课程，提升孩子英语学习兴趣和综合运用能力。

新东方在线（1797.HK）：新东方旗下在线教育网站，营收持续增长

- **新东方在线是中国最大的综合在线教育服务提供商。**成立于2005年，是中国最早成立的在线教育企业之一。2012年，其推出首个英语学习APP。2013年，推出新东方教育云平台，致力于为高校、公共图书馆等渠道提供整体数字化内容和整体解决方案。2016年，公司成立东方优播，专注于线上小班教学。同年，完成股份制改造且获得腾讯3.2亿元的战略投资，并在一年以后挂牌新三板，2019年3月成为首家登陆港股的在线教育企业。
- **新东方在线营业收入近三年来增长迅速。**FY2017，FY2018年新东方在线营收同比分别增长33.5%和45.8%。FY2019营收达到9.19亿元，同比增长41.4%。

图：新东方在线发展历程



2.1

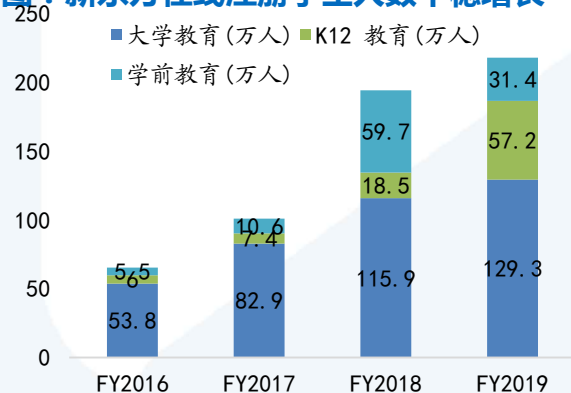
新东方在线（1797.HK）：大学教育占比高，K12增长迅猛

- **新东方在线主要服务为三大板块：大学教育、K12教育、学前教育。**目前新东方在线主要拥有新东方在线网站、东方优播、酷学多纳、酷学英语4个在线教育平台。课程横跨留学考试、学历教育、小语种教学等，共计2000多门课程。
- **大学教育占比最高，K12行业营业收入增长迅速。**各业务板块注册学生人数都在迅速增长，拉动各板块营收增长。FY2019公司大学教育营收增速为37%，K12教育增速为81%，学前教育增速为206%

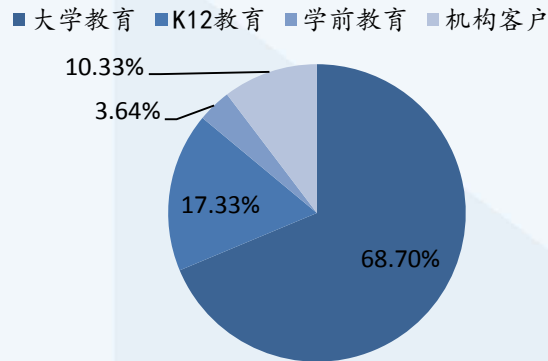
表：新东方在线业务板块多样

平台名称	所属范围	业务板块	授课方式
新东方在线	学前教育、大学教育； K12、职业教育	大学教育：考研，四六级，	直播和录播
		学前和K12：，英语启蒙中高考全科目课外培训 职业资格证：基金证券从业资格、教师资格证等 出国留学和语言培训：雅思，GRE，SAT等出国考试， 小语种	
(酷学)多纳	学前教育	1对1或1对4外教直播课； 多纳出版物：幼儿园教材，数字图书馆； 多纳APP	直播
酷学网	英语教学	原著和外刊阅读； 新概念英语 口语口音、词汇语法教学	直播
东方优播	K12	中小学全科教学（语文、数学、英语、物理、化学、 生物、政治、历史、地理）	直播+录播 小班课

图：新东方在线注册学生人数平稳增长



图：FY2019新东方在线大学教育占比最高



请参阅附注免责声明

2.1

新东方在线（1797.HK）：疫情期间提供免费同步课程，报名火爆

- 疫情期间新东方在线为全国中小学用户免费提供100万份春季班直播课程，此次提供的免费同步课程，将直接发放至学生账号，两天累计报名人数就达到80万人，并与2月7日起正式开课。




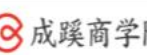

图：新东方在线线上课程

The screenshot shows the New Oriental Online website interface. At the top left, the logo '新东方在线' is displayed with the text '成功登陆港股 股票代码 1797'. A search bar is located at the top center with the placeholder text '请输入您要搜索的课程'. Below the search bar, there are navigation tabs for '2020考研', '托福', '雅思', '2020中小学课程', '在线少儿英语', '新概念', '批改网', and '日语能力考'. A secondary navigation bar includes '全部课程', '热报中', '中小学', '免费学', '在线少儿英语', '名师堂', '客户端下载', and '服务与保障'. The main content area features a large orange banner with the text '10万份正价课3天抢空 关爱在线，真情回馈 现加赠10万份全新四六级正价课 附送考研、新概念、教资等精品好课'. A '立即免费领取' button is prominently displayed. On the right side of the banner, there is a '关爱加油站' section with a '学员登录' button and a '注册好礼' section with a '新人专享' tag. Below the banner, there is a list of course categories on the left, including '2021考研 直通车 全程班', '专业课定向VIP 2020复试精讲', '大学生托福 GRE GMAT', '中学生托福 SAT ACT AP', '雅思 雅思1对1 A-Level BEC', '小学 初中 高中', '英语四级 英语六级 西医预科', '英语能力 新概念 翻译', '日语 韩语 德语 法语 西语', '儿童英语启蒙', and '教师资格'. At the bottom of the banner, there is a small navigation bar with the numbers '01 02 03 04 05 06'.

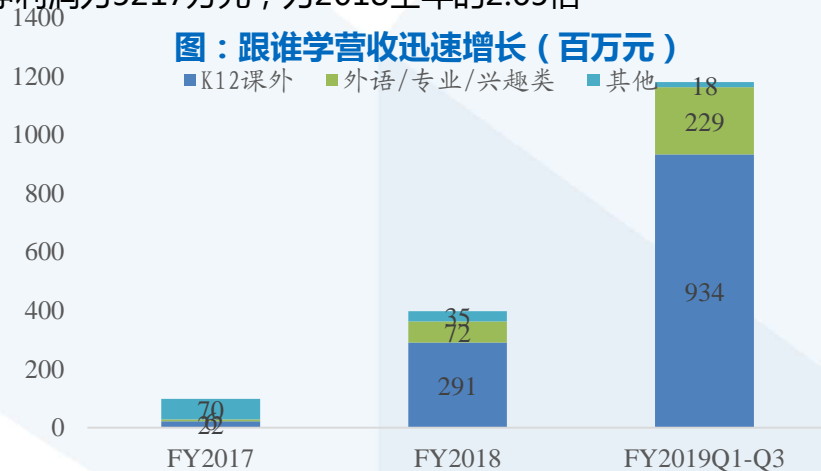
跟谁学（GSX.N）：国内领先的在线教育平台，品类不断延伸

- 跟谁学是中国领先的K12在线培训公司。2014年6月，陈向东带领创建跟谁学，主营线上K12大班培训。2015年3月A轮融资5000万美元。2017年经历O2O平台向内容平台转型，成为首家规模盈利的线上教育平台。2019年6月跟谁学在纽交所上市，成为首家在纽交所上市的盈利的K12在线教育公司。
- 主营K12在线教育培训服务，同时不断延伸品类。公司培训模式主要为在线直播大班，旗下拥有跟谁学、高途课堂、金圈学堂三大线上教育平台，目前公司业务可分为三类：K12在线课后辅导、外语/专业/兴趣类在线课程和其他业务。
- 营收高速增长，净利润转亏为盈。2018/2019Q1-Q3，跟谁学营收分别为3.97/11.8亿元，同比增长307%/449%，跟谁学于2018年完成转亏为盈，全年利润1965万元，2019Q1-Q3净利润为5217万元，为2018全年的2.65倍

图：跟谁学旗下平台种类丰富

 跟谁学	线上K12、考研、语言、思维、从业考证、运动健康、家庭教育等课程
 高途课堂	专注线上K12课程
 金圈学堂	专注线上财经类考试，包括基金、证券、银行、期货从业，CFA、FRM等课程
 成蹊商学院	中小教育机构管理提升方案帮助教育机构的管理者和教师提升业务能力
 微师	基于微信的在线教育工具，为个体教师、机构、自媒体提供线上授课平台

图：跟谁学营收迅速增长（百万元）



注：跟谁学FY2018是指2018.01-2018.12

请参阅附注免责声明 29

2.2

跟谁学（GSX.N）：疫情期间捐赠课程、免费直播

- 疫情期间，跟谁学旗下高途课堂抗击新冠肺炎疫情，捐赠第一期向武汉地区的中小学生捐赠20000份价值2000万元的寒假正价直播课之后，捐赠第二期将面向全国中小学生免费开放直播课。旗下在线直播平台“微师”将向全国培训机构和中小学免费开放。

图：跟谁学APP



图：高途课程线上网站

付费系列课 重点难点全面辅导 快速提分不二选择 更多课程 >

课程名称	教师	课时	价格
【2020-春】七年级大科学菁英班	李雪峰	共16课时 1个班级可选	¥1799
【2020-春】七年级语文目标班	赵颖, 王先露	共16课时 2个班级可选	¥1799
【2020-春】七年级数学目标班 (全国)	李琪, 王泓龙	共16课时 2个班级可选	¥1799
【2020-春】七年级数学菁英班 (全国)	王泓龙	共16课时 1个班级可选	¥1799
【2020-春】七年级数学目标班 (北师大)	李琪	共16课时 1个班级可选	¥1799
【2020-春】七年级英语目标班	高菁, 王慧, 周欣	共16课时 4个班级可选	¥1799

03

职业教育：

政策加持空间广阔，龙头扩张优势显著

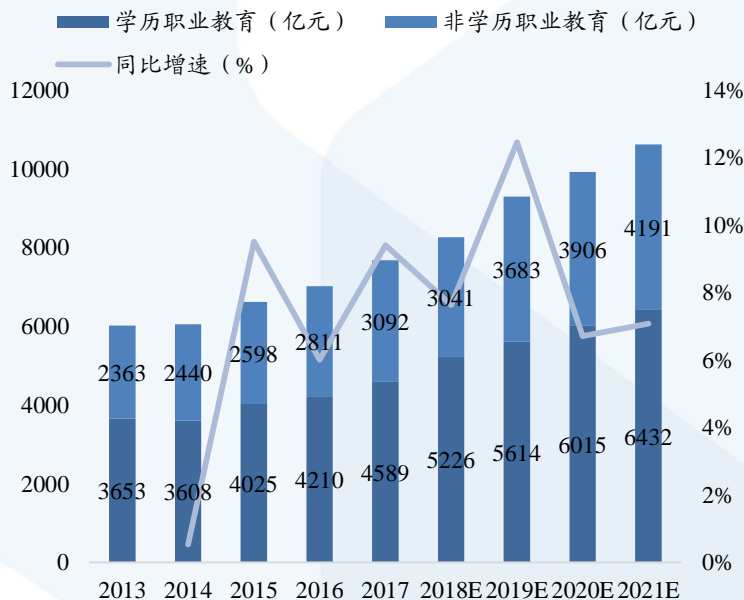
职业教育：市场规模持续增长，非学历职业教育潜力巨大

职业教育是指让受教育者获得某种职业或生产劳动所需要的职业知识、技能和职业道德的教育,主要分为学历职业教育和非学历职业教育。职业教育市场规模持续增长,预计2020年接近万亿,非学历职业教育占比逐渐提升,市场规模预计在2020年将突破4000亿元。

图：职业教育主要分为学历和非学历教育

学历/非学历教育	职教类型	教学内容	学校类型	学生年龄	学业证明	机构/院校例子
非学历职业教育	职业技能教育培训	信息技术、互联网知识、烹饪技能、汽车服务、财务知识、其它	资历及证书、招录	15-45	证书	中国东方教育、山东蓝翔、北方汽修
	职业考试培训	公务员考试培训、教师资格、注册会计师培训、CPA	资历及证书、招录；	15-45	证书	中公教育、高顿财经
学历职业教育	中等职业教育		中专、技校、职业高中	15-17	文凭	上海市震旦中等学校
	高等职业教育		大专、大学	18-21	文凭	天津职业大学

图：职业教育市场预计2020年破万亿



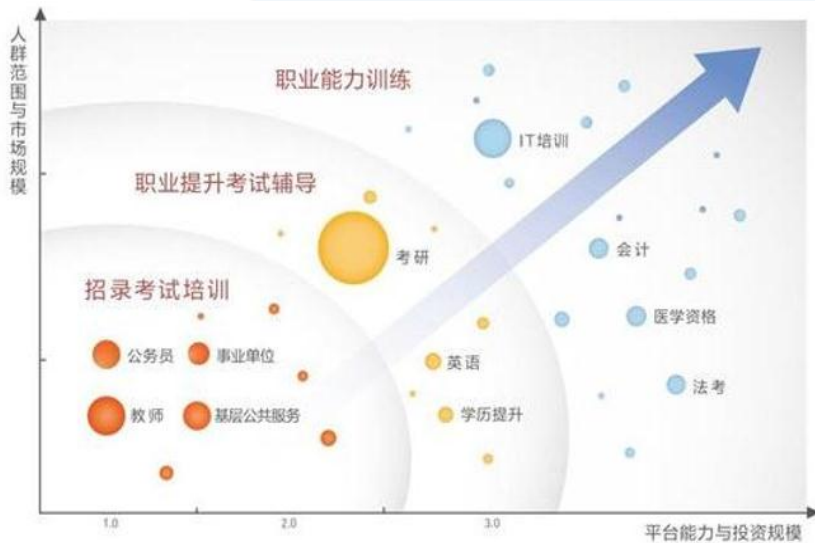
2019年，国务院等部门一共印发了18份文件支持和鼓励我国职业教育的发展，在鼓励资本进入职业培训市场的同时，放宽监管要求，推动职业教育行业健康发展。

颁发机构	时间	文件	政策要点
国务院	2019/1	《国务院关于印发国家职业教育改革实施方案的通知》	从2019年开始，支持和规范社会力量在职业学院、应用型本科高校启动“学历+若干职业技能等级证书”制度试点（以下称1+X证书制度试点）工作。2020年初步建成300个示范性职业教育集（联盟），带动中小企业参与。支持和规范社会力量兴办职业教育培训，鼓励发展股份制、混合所有制等职业院校和各类职业培训机构。
中共中央办公厅，国务院办公厅	2019/2	《加快推进教育现代化实施方案（2018 - 2022年）》	深化职业教育产教融合，完善学历教育与培训并重的现代职业教育体系，健全产教融合的办学体制机制，大力推进产教融合、校企合作，制定并落实职业院校生均拨款制度。
教育部	2019/4	《职业教育改革成效明显的省（区、市）激励措施实施办法》	从2019年起，每年将遴选不超过5个职业教育改革成效明显的省（区、市），在资金、政策等多方面给予倾斜。
发改委、教育部	2019/4	《建设产教融合型企业实施办法（试行）》	发展现代职业教育，是提升人力资源素质、稳定和扩大就业的现实需要，也是推动高质量发展、建设现代化强国的重要举措
教育部等6部门	2019/5	《高职扩招专项工作实施方案》	高职大规模扩招100万人，合理确定2019年各省份高职扩招计划安排，重点布局在优质高职院校，区域经济建设急需、社会民生领域紧缺和就业率高的专业，以及贫困地区特别是连片特困地区。加大东部地区院校向中西部地区的招生计划投放力度。
国务院	2019/5	《职业技能提升行动方案（2019—2021年）》	在核定职业院校绩效工资总量时，可向承担职业技能培训工作的单位倾斜。允许职业院校将一定比例的培训收入纳入学校公用经费，学校培训工作量可按一定比例折算成全日制学生培养工作量。职业院校在内部分配时，应向承担职业技能培训工作的第一线教师倾斜，保障其合理待遇。

职业教育：招录培训可复制性强，技能培训空间广阔

◆ **非学历职业教育不同赛道的市场空间和可复制性各有不同。** 招录培训虽然受众群体和市场空间没有技能培训大，但其标准化程度高，可复制性强，因此行业增速快发展成熟，中公教育和华图教育两强格局形成。技能培训中包括会计、IT、汽修、厨师等方向，受众面广市场空间大，受就业驱动显著。技能间壁垒较高，一旦优势形成后来者难以短期内赶上。

图：非学历职业教育赛道规模与范围



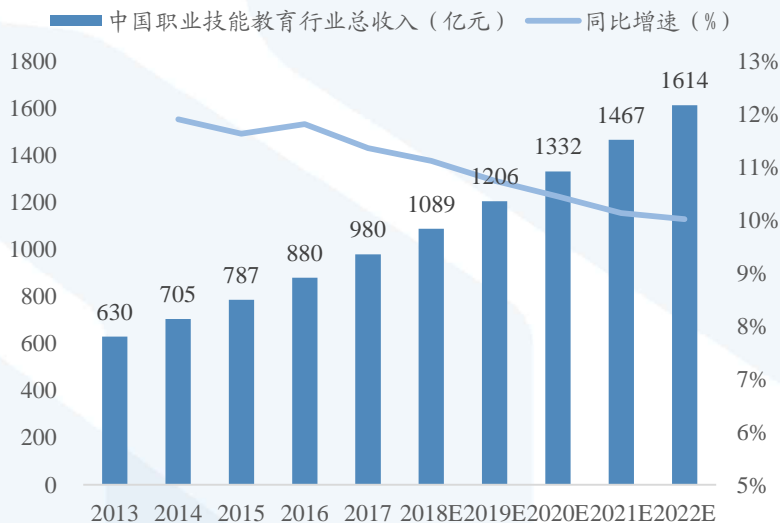
图：非学历职业教育代表领域





根据弗若斯特沙利文的数据，非学历教育中职业技能培训市场规模增长稳健，2018年预计将超过千亿，增速维持在10%以上。熟练技术工人需求缺口巨大。技能培训中，汽车行业、信息互联网行业、烹饪行业三大行业，熟练技术人员都存在较大缺口，技能培训人次与市场发展空间广阔。

图：技能培训市场持续增长



图：信息及互联网熟练技术人员需求远大于供给

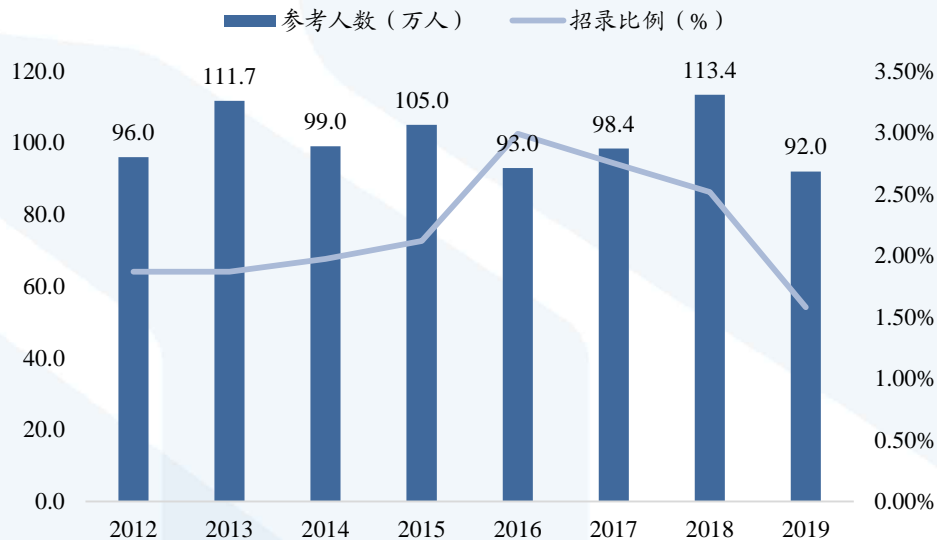


职业教育：招录考试竞争愈加激烈，参培率有望持续提升

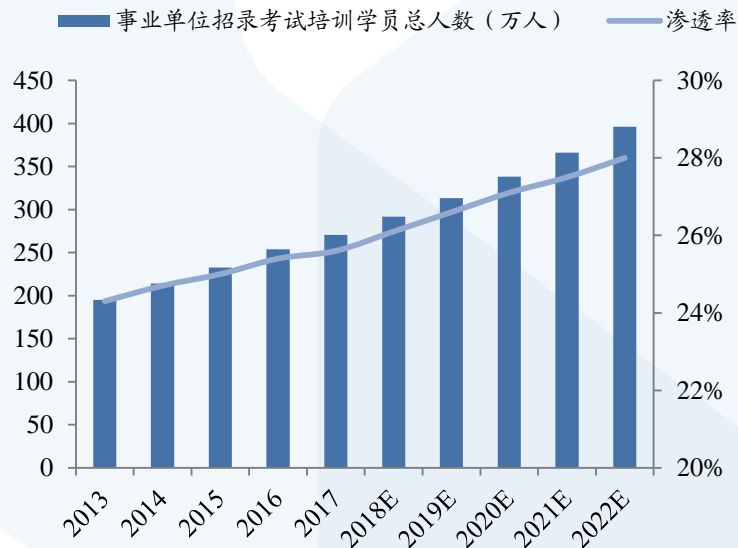
◆ **国考招录比例持续走低，2020年招录人数回暖。**2019年受国家单位合并的影响，公务员招录人数减少，招录比例继续走低到1.58%，竞争进一步激烈化。2020年国考招录人数回升至2.42万人，但随着经济增速放缓，预计激烈竞争将持续。

◆ 目前事业单位招聘考试培训学员总人数约300万人，2018年渗透率26.1%，未来有望继续保持提升趋势，到2022年有望达到28%。

图：国考招录比例持续降低



图：事业单位招聘考试培训渗透率稳定提升

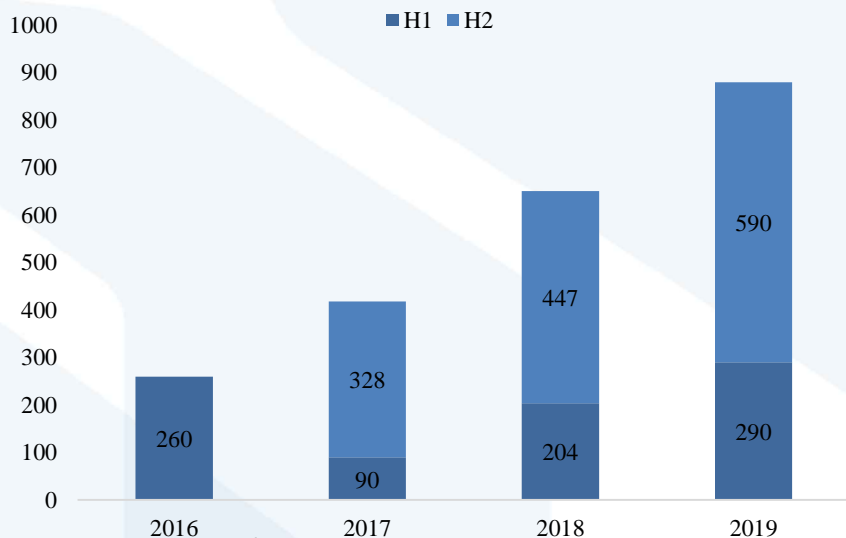


职业教育：教考、考研人数持续走高，培训市场发展空间大

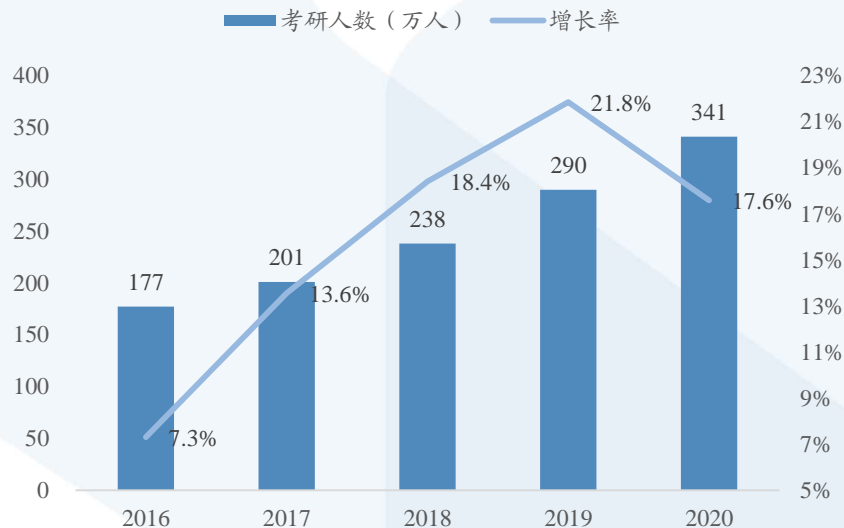
教考走热，通过率降低。2018年国办80号文发布之后，教招资格考试持续走热，2019年报名人数达880万，增长35%，但改革后考试通过率则下降至20%-30%左右，竞争激烈。

就业压力大，考研人数持续提升。随着国内大学生数量不断增长，就业压力也不断增加，考研成为越来越多人的选择，国内考研人数屡创新高，培训市场空间大。

图：教师招聘报考人数逐年走高（万人）



图：考研人数屡创新高

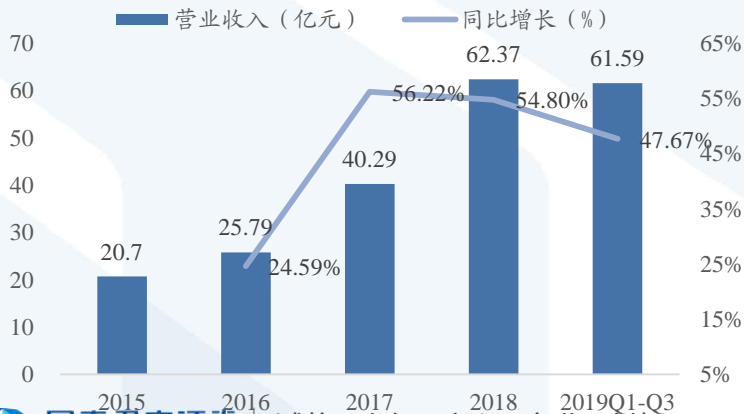


3.1

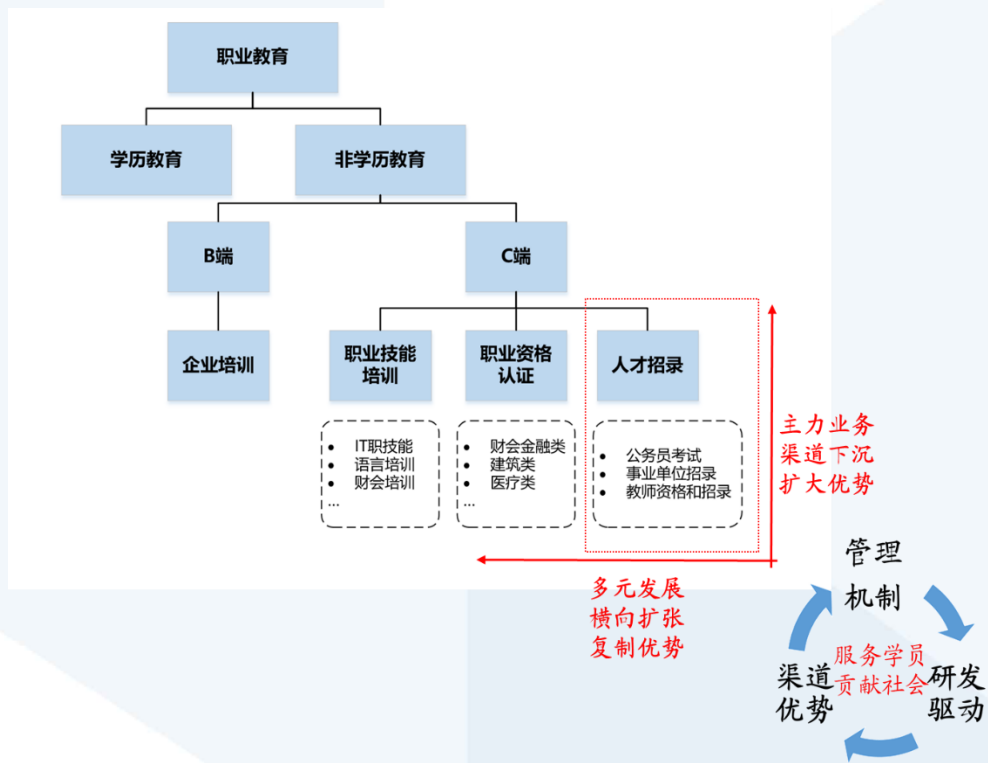
中公教育 (002607.SZ) : 职教龙头, 产品与服务优质供应商

- 寡占国内职业考试和技能培训龙头地位, 未来市场前景广阔. 深耕人才招录考试培训行业, 公务员招录培训优势明显, “渠道+研发+管理”三大核心竞争力助力公司横纵向发展。
- 中公教育以招录考试培训及资格考试培训为主战场切入非学历职业教育赛道。中公教育主要针对学生人才毕业就业、专业技能等发展切实需求, 提供人才招录考试及资格认证考试培训课程。

图：中公教育营收维持快速增长



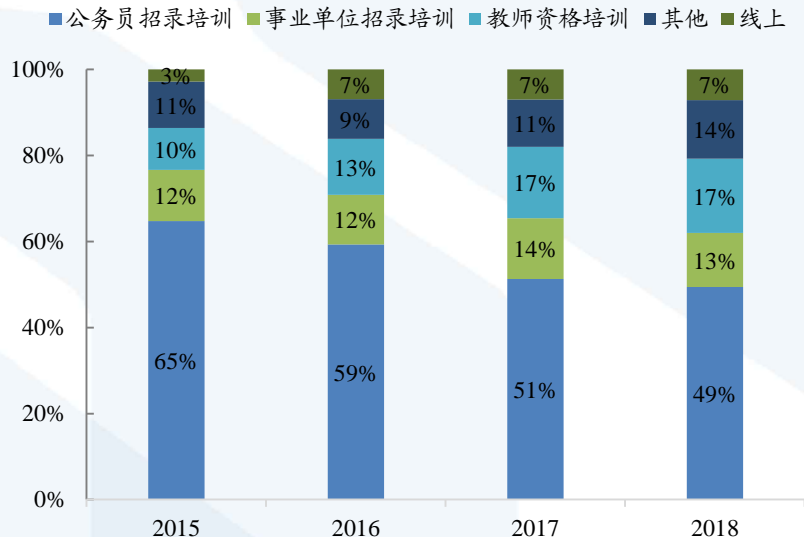
图：中公教育多维构建核心竞争力



3.1 中公教育 (002607.SZ) : 产品丰富, 课程多元

- 公司针对不同基础、不同职业需求的人群提供2,500种以上的培训课程选择, 产品线丰富, 其中人才招录培训的课程覆盖了公务员、事业单位、教师、医疗卫生系统、政法干警等27种类型; 资格认证考试培训的课程涵盖了包括医师资格、证券银行会计从业资格等在内的13种类型。公司主营业务收入中仍以公务员招录培训为主, 但占比呈下降趋势, 事业单位与教师资格招录培训占比逐年提高, 2020年公司在考研培训领域也有望快速增长。

图：公务员招录收入占比下降，教师资格培训提升显著



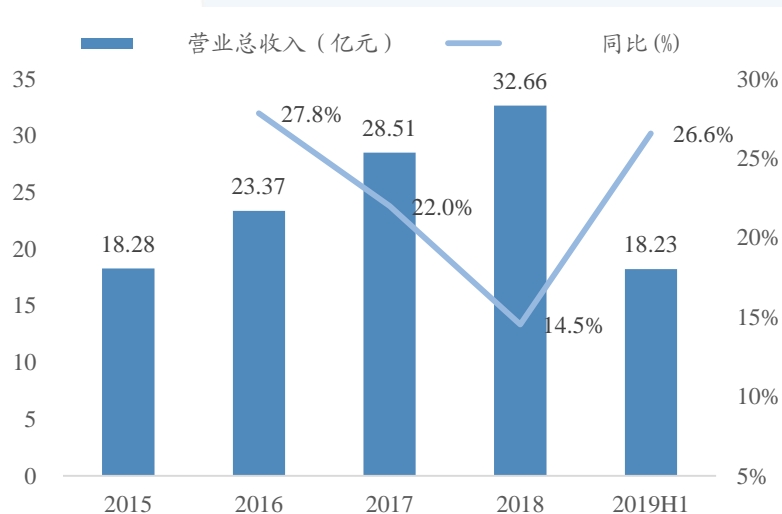
图：产品线丰富，课程类型多元



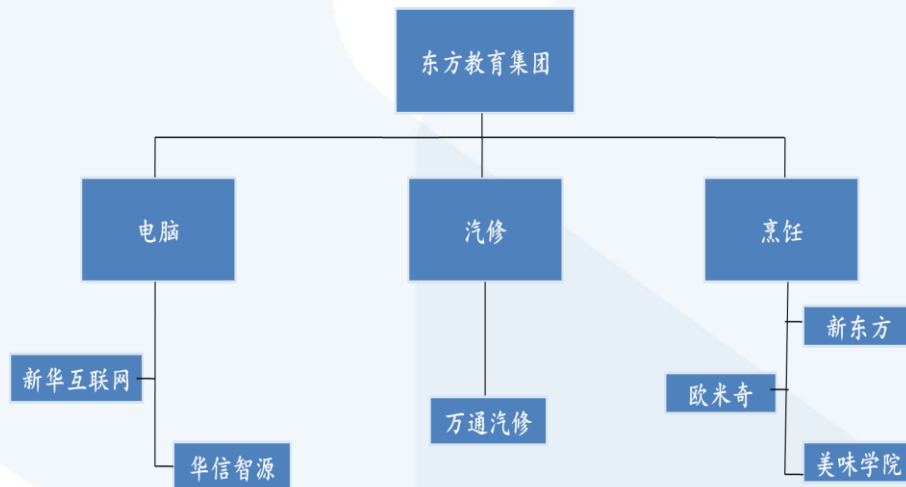
3.2 中国东方教育（0667.HK）：国内职业技能教育龙头

- 公司以烹饪起家，逐步进行纵向扩张完成全国、多赛道布局，目前其办学模式成熟，正逐步向低线城市下沉。公司收入稳健增长，2015-2018年CAGR为21.33%。截止2018年底，公司运营163所学校，学校网络覆盖中国内地31个省份中的29个，年平均培训人次为12万人。

图：公司营收持续高增长



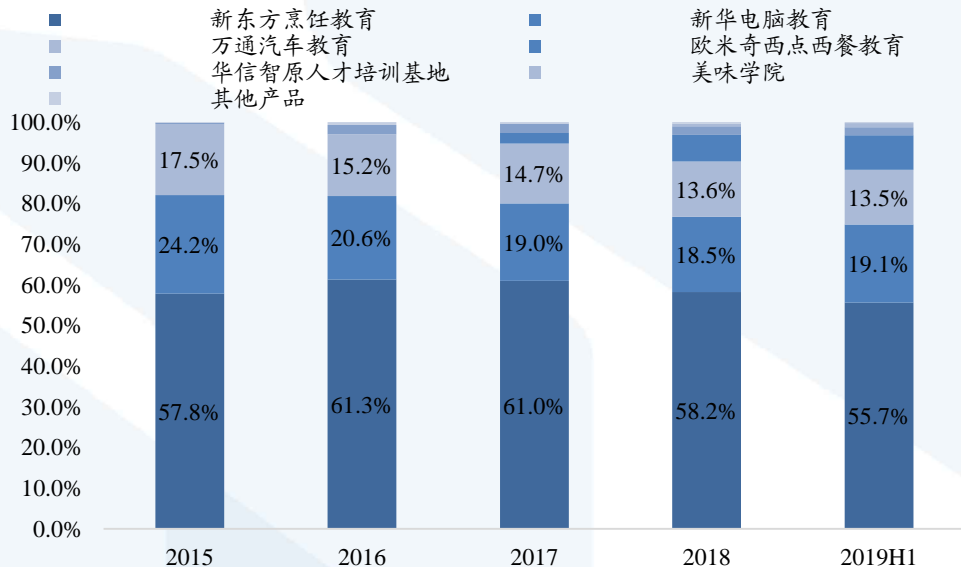
图：东方教育多赛道布局



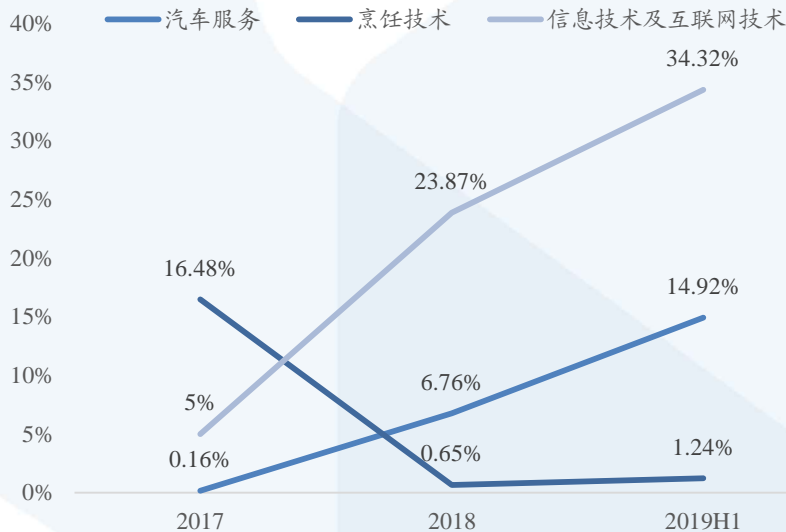
3.2 中国东方教育（0667.HK）：传统赛道稳步发展，新兴领域快速增长

- 公司营收结构中新东方烹饪占比维持在50%以上，该业务较为成熟增速较低，占比逐年下降。而欧米奇西点和电脑培训收入占比则提升较快，成为公司营收增长动力。烹饪技术年人均培训人数基本保持稳定，而汽车服务与互联网教育逐步放量，年人均培训人数提升较快。

图：烹饪教育收入占比逐渐下降



图：电脑和汽修教育年平均培训人次加速增长

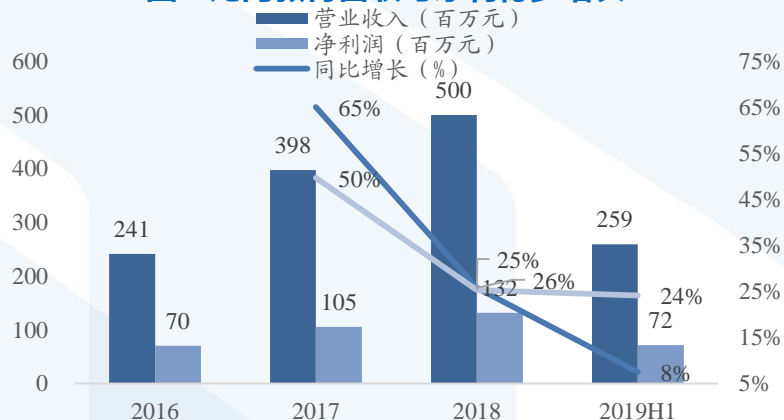


3.3

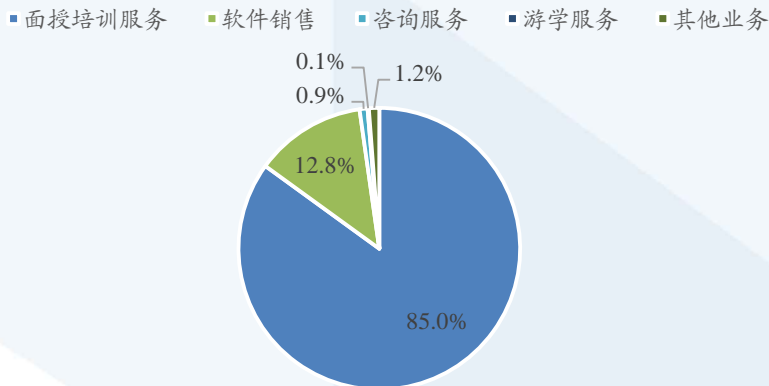
科斯伍德（300192.SZ）：收购龙门教育，全封闭培训差异化竞争

- 公司即将完成龙门教育收购，深耕西北地区，践行从区域到全国战略。** 2019年11月30日，公司收购龙门教育剩余50.17%股权获中国证监会核准批复，意味着公司对龙门教育的收购即将完成。龙门教育是区域教育培训龙头，在西北地区以西安为核心城市发展壮大，主营中高考补习课程。2016年起，从西北地区复制到全国，目前已进入华东、华中等地区，打造“龙门尚学”品牌，主要提供一对一、小班教学等K12培训服务。2018年龙门教育实现营业收入5亿元，同比增长25.7%，2019H1龙门教育实现营业收入2.59亿元，同比增长7.5%；归母净利润为7,154万元，同比增长24%。
- 公司未来将深耕全封闭培训业务，扩大板块协同效应。** 根据不同地区特点，形成全封闭培训、K12学习中心、课程与教学软件三条业务线的协同效应。同时，拓展业务领域，将于其他机构合作推出咨询服务，包括升学规划等。

图：龙门教育营收与净利稳步增长



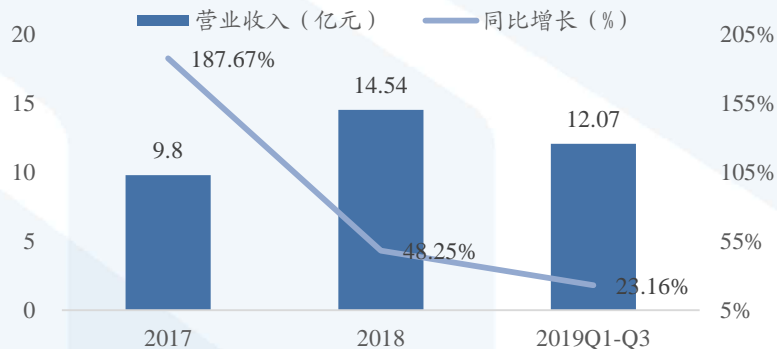
图：龙门教育面授培训占比超过8成（2018）



3.4 开元股份 (300338.SZ) : 并购转型职业教育, 营收持续增长

- **跨界收购职业教育企业, 实现全面转型。**开元股份于2017年收购恒企、中大英才, 并从2019年4月完成传统仪器业务的剥离, 成为纯教育公司。恒企教育是国内领先的O2O职业教育机构, 主要业务涵盖了财经类培训、设计类培训多个领域。中大英才主要业务为互联网在线职业考试培训, 包括在线课程培训、图书销售等。
- **教育板块收入快速增长。**开元股份2019H1实现收入8.11亿元, 同比增长35.64%。其中恒企教育收入7.01亿元, 同比增长37.85%, 中大英才收入5108万元, 同比增长44.3%。

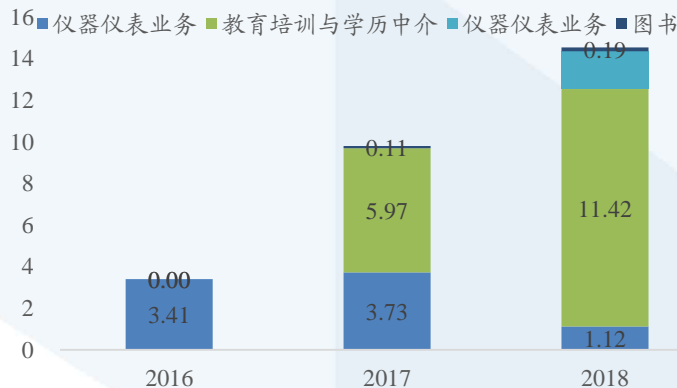
图：开元股份营收维持较快增长



表：收购标的竞争力强

收购公司	主营业务	区域分布	网点数量	学生数量
恒企教育	财经、IT、设计职业培训、自考等	24个省及直辖市、170+城市	397	2018年招生17.08万人次
中大英才	在线职业培训、图书产品、软件开发			千万用户群体、百万会员用户、2018年新增注册会员273万

图：开元股份教育收入占比不断提升



04

高等教育：

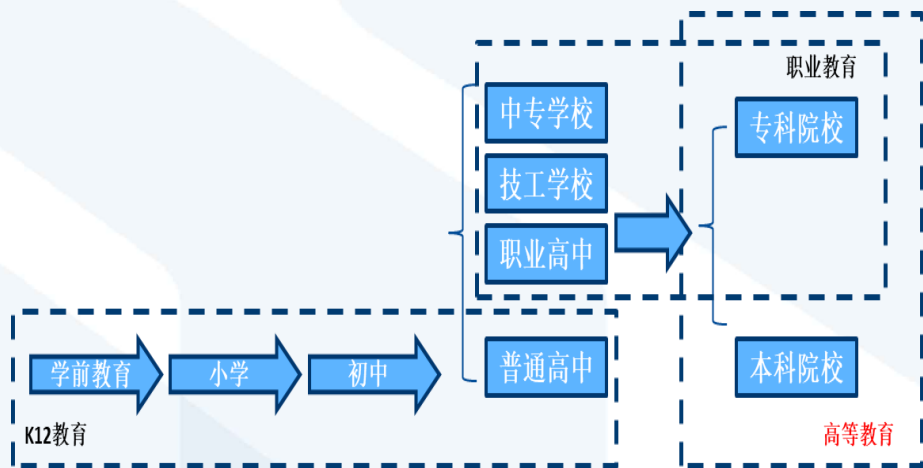
内生外延持续增长，龙头估值有望修复

高等教育：民办高教以就业为导向，发展潜力大

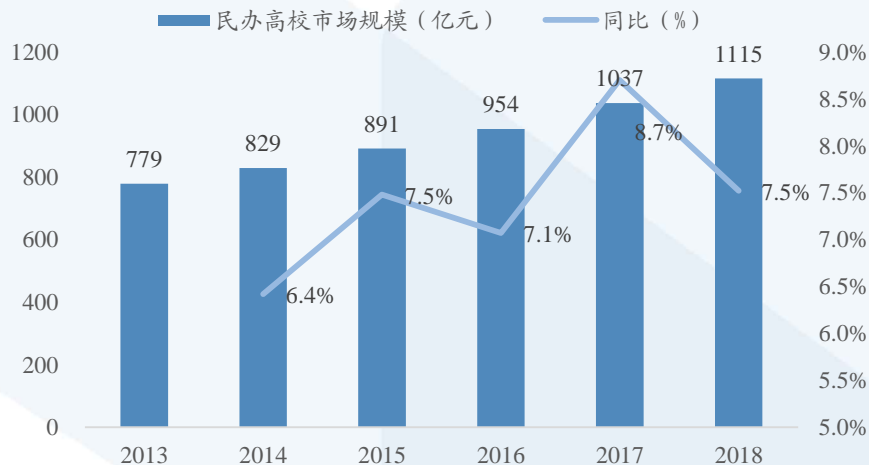
高等教育根据办学方的性质划分可以分为**公办高等教育**和**民办高等教育**。公办高等教育主要为研究型大学，而民办高教则专注应用型教育，以就业为导向，培养实用技能，颁发本科或专科文凭。

民办教育市场广阔。当前我国对技术型人才的需求缺口逐年增大，同时随着教育水平的提高，高等教育的入学率也逐年上升，民办高教担负着契合市场需求、优化人才结构的重任，未来前景可观。

图：中国学历教育体系



图：民办高教市场稳步增长

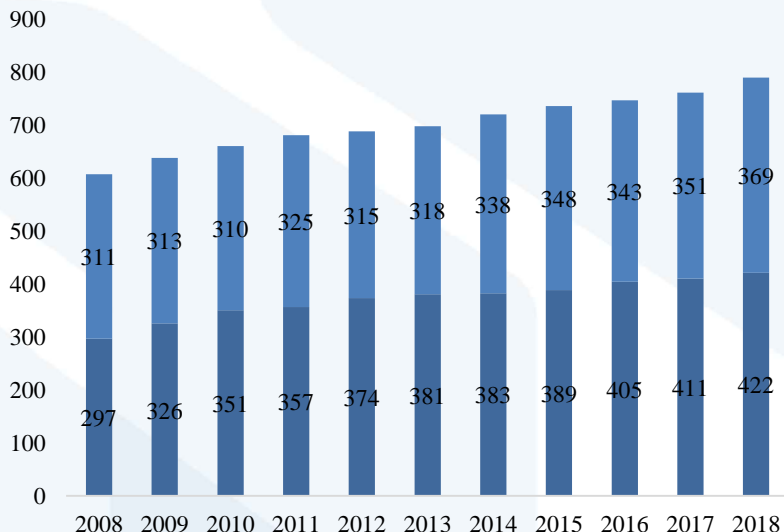




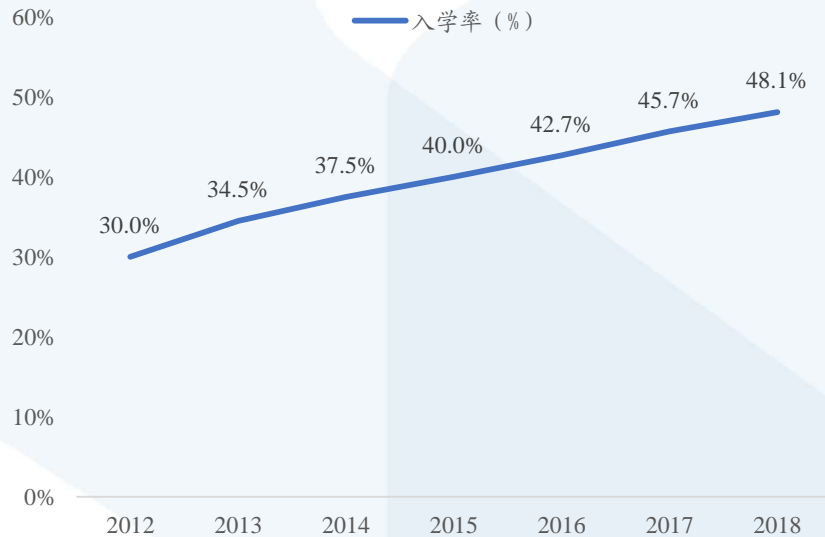
近年我国本、专科招生人数上升势头强劲，主要源于教育思想的强化和高等教育的需求增加，2018年本专科招生人数总计达791万人，预计将持续上升。

图：本、专科招生人数逐年上升

■ 全国普通本科录取人数（万人） ■ 普通专科生招生人数（万人）



图：高等教育毛入学率逐年提高



04 高等教育：准入门槛较高，并购实现增长

高教行业准入门槛高的原因有两个：1. 新建民办高等教育机构需要的合规要求高，且需要执照和许可。2. 高教行业初始资本投入较高，初期投资回报率较低。在建校和扩招较难实现的情况下，并购是近年以及未来民办高教扩张的逻辑。截至 2019 年 12 月，高教上市公司累计收购 40 所学校，其中 14 所独立学院、7 所独立设置本科学校、9 所专科学校。

表：2019年优质高等教育资产并购整合持续进行

公司名称	时间	收购标的	收购价格（亿元）	估值（亿元）	在校学生数（人）
新华教育	2019年2月	南京财经大学红山学院100%股权	6.1	6.1	8600
	2019年7月	昆明医科大学海源学院、 昆明市卫生学院60%股权	9.18		12026, 6300
宇华教育	2019年2月	斯坦福国际大学（泰国）100%股权	1.9	1.9	4000
	2019年7月	山东英才学院90%股权	14.9	16.6	31500
民生教育	2019年3月	南昌合至同51%股份	5.1		
中教控股	2019年1月	济南大学泉城学院100%	4.55	4.55	8529
		四川外国语大学重庆南方翻译学院	10.1	10.1	13000

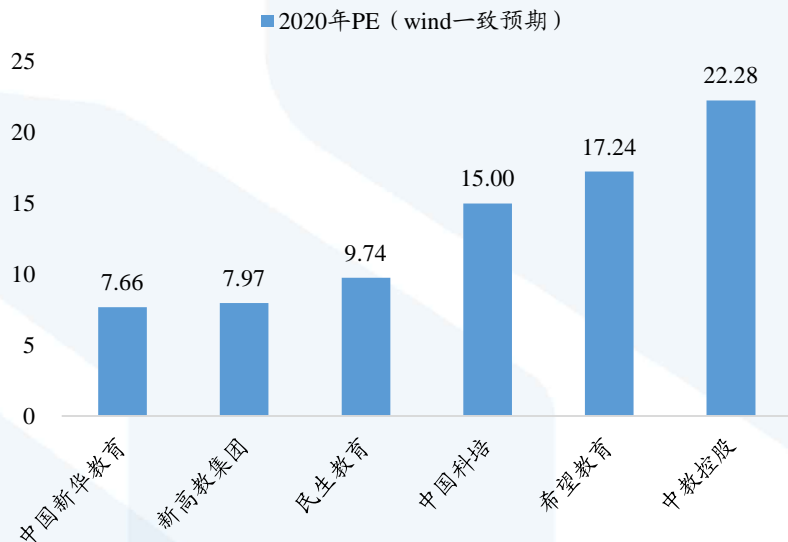


高等教育：民办高校学生数持续提升，低估值有待修复

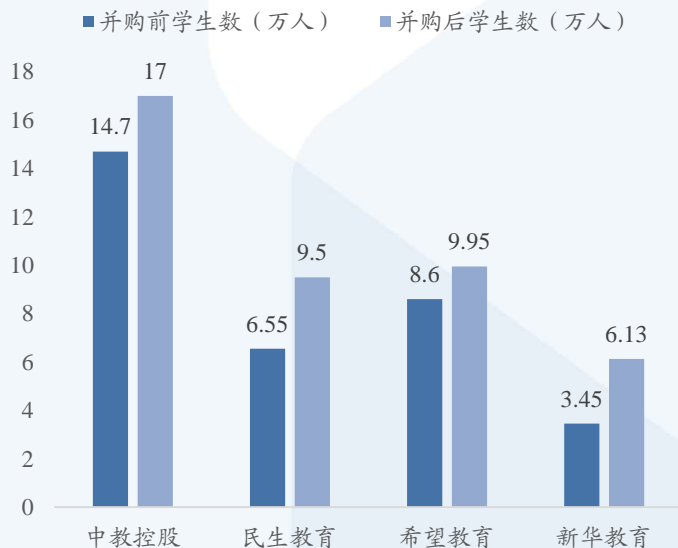


2019年各高教集团通过内生外延的方式不断增加学生数，经营稳步增长。2018年8月民促法后，高教版块估值仍处于较低水平，有待修复。

图：民办高教估值水平较低（截止2020.02.24）



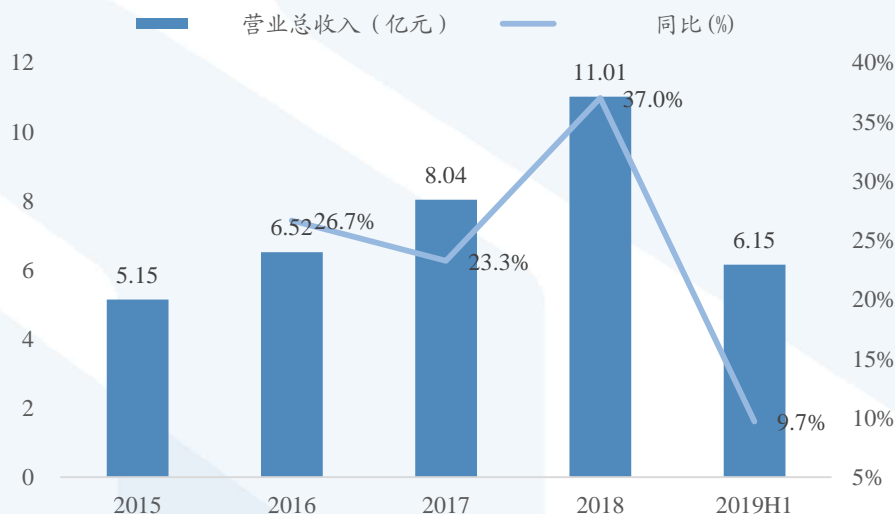
图：高教集团通过并购增长学生数（2019）



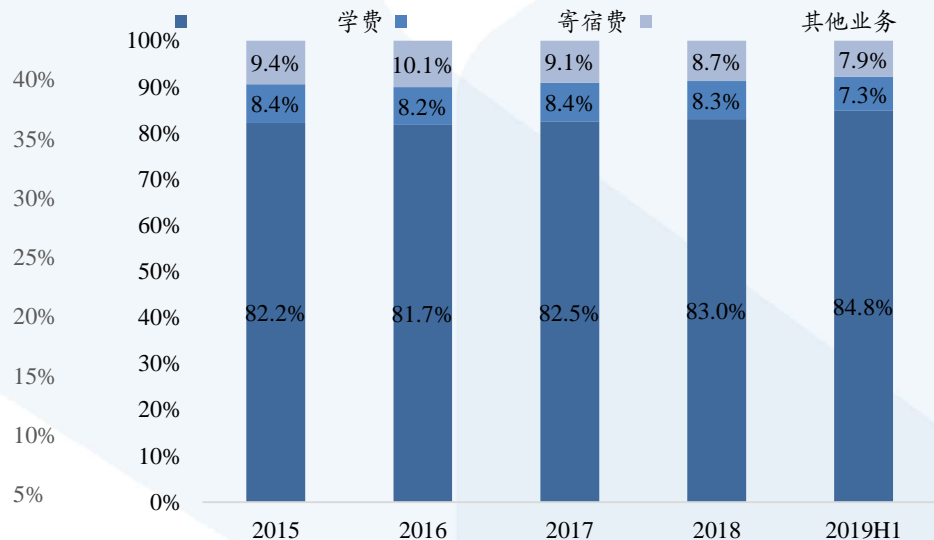
4.1 希望教育 (1765.HK) : 国内民办高教龙头, 外延并购持续壮大

- 希望教育创立于2005年,截至2019年9月,集团拥有16所中高职院校,已经覆盖山西、四川、贵州、江苏、河南、宁夏6省,其中5所本科学校,7所大专学校、1所中专院校、2所技工学校和1所中职院校,在校人数超过13万人。
- 自公司2018年登陆港股以来,集团已经收购了7所院校,并预计新建多所学校。集团营收规模逐步增大,并保持较高毛利率和净利率,2019H1公司毛利率53.1%,净利率40.9%。

图：公司通过并购快速增长



图：公司收入结构稳定



4.2 中国新华教育 (2779.HK) : 稀缺民办医学院, 招生前景乐观

- 中国新华教育成立于2017年, 包括高等学历教育及职业教育, 涵盖应用型教育的多个领域。上市之后通过内生外延推动营收增长, 2018年营收达4.4亿元, 净利润达2.6亿元。截至2019年9月30日, 新华教育共运营四所高校: 新华学院、新华学校、临床医学院(与安徽医科大学共同运营)、红山学院(与南京财经大学共同运营), 待昆明医科大学海源学院及昆明卫生学校完成并表, 公司将会有三所医科类学校, 在医护人员的需求缺口持续增加的情况下招生前景乐观

图: 公司营收持续增长

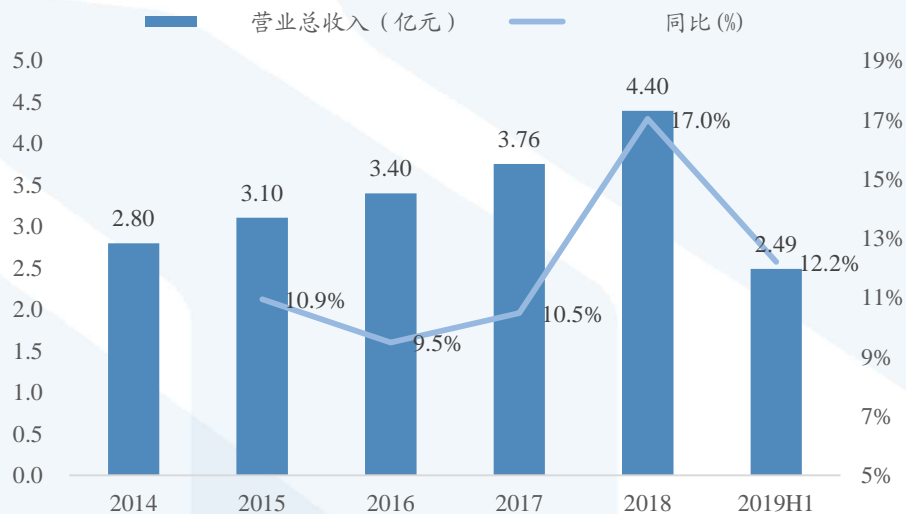
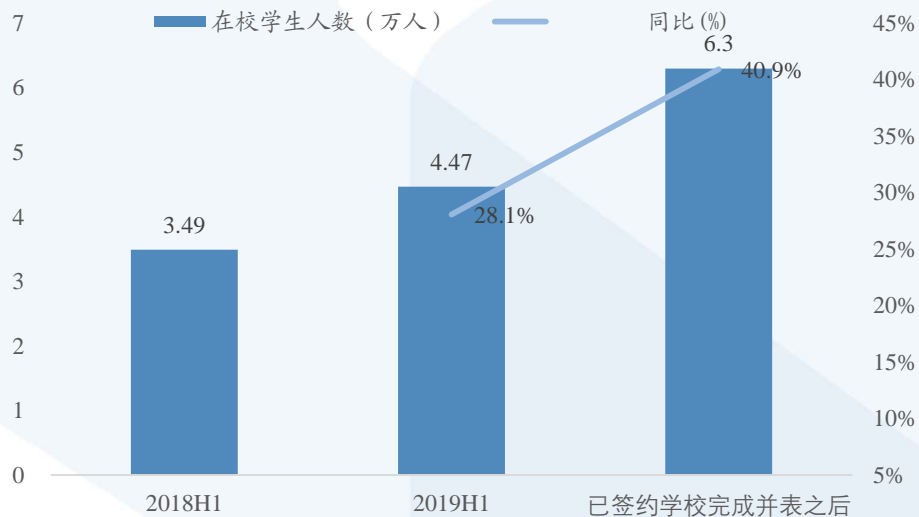


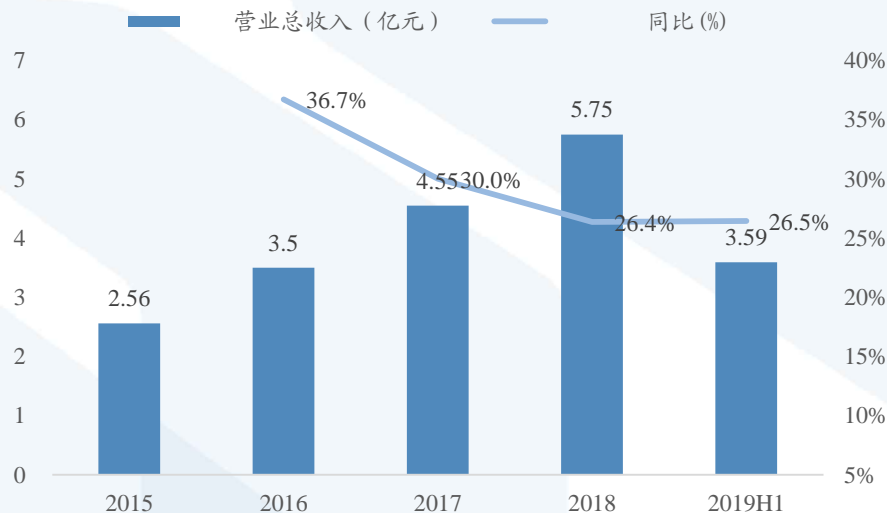
图: 学生人数快速增加



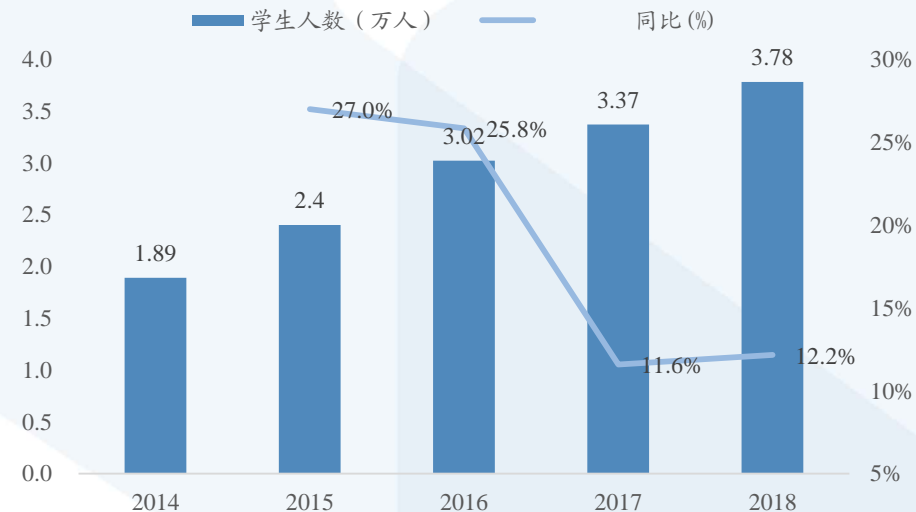
4.3 中国科培 (1890.HK) : 华南民办高教龙头, 通过收购实现扩张

- 中国科培共有广东理工学院 (本科) 和肇庆市科技中等职业学校 (中职) 两所学校, 以应用型教育为主, 主打工程专业。公司植根于华南地区, 凭借广东省强劲的人才需求和市场发展而崛起。广东理工学院于2014年正式开始招生, 2014-2018年学生人数CAGR为24.4%。2019年公司以14.5亿元收购哈尔滨石油学院成功落地, 学生人数有望加速增长, 推动业绩持续提升。

图：公司营收增速较高



图：公司在校人数逐步增长



投资建议

投资要点（行业评级：增持）

01

K12培训：市场增长政策趋严，龙头份额持续提升

人口增长、焦虑感提升以及教育资源的分配不均三大动力推动K12培训市场规模持续扩大，目前大部分龙头企业都布局在一二线城市，三线以下城市中小机构众多，下沉市场潜力巨大。随着政策趋严、龙头不断下沉，龙头优势将不断凸显，市场份额有望持续提升。

02

在线教育：突破时空限制，加快渗透提升

随着技术的不断进步，凭借突破时空限制、共享优质教育资源的优势，在线教育渗透率和市场规模不断提升。疫情影响下，在线教育的学习方式推广进三四线城市，推进行业认可度与渗透率的提升，中长期将大大加速在线教育的发展进程和下沉进度。

03

职业教育：政策加持空间广阔，龙头扩张优势显著

2019年，政策加持推动职业教育行业健康快速发展。非学历职业教育不同赛道的市场空间和可复制性各有不同，招录培训可复制性强，技能培训空间广阔，龙头在做深原有业务板块的基础上，通过将成功经验和系统复制到新的领域实现持续增长。

04

高等教育：内生外延持续增长，龙头估值有望修复

2019年各高教集团通过内生外延的方式不断增加学生数，经营稳步增长。2018年8月民促法后，高教版块估值仍处于较低水平，增长良好经营稳定的龙头估值有待修复。

05

投资建议

教育行业市场空间广阔，龙头竞争优势显著，份额有望持续提升。推荐标的：立思辰、好未来、新东方等。受益标的：在线教育：新东方在线、跟谁学等；职业教育：中公教育、中国东方教育、开元股份、科斯伍德等；高等教育：希望教育、中国新华教育、中国科培

投资建议

- **K12培训：市场增长政策趋严，龙头份额持续提升。**人口增长、焦虑感提升以及教育资源的分配不均三大动力推动K12培训市场规模持续扩大，目前大部分龙头企业都布局在一二线城市，三线以下城市中小机构众多，下沉市场潜力巨大。随着政策趋严、龙头不断下沉，龙头优势将不断凸显，市场份额有望持续提升。
- **在线教育：突破时空限制，加快渗透提升。**随着技术的不断进步，凭借突破时空限制、共享优质教育资源的优势，在线教育渗透率和市场规模不断提升。疫情影响下，在线教育的学习方式推广进三四线城市，推进行业认可度与渗透率的提升，中长期将大大加速在线教育的发展进程和下沉进度。
- **职业教育：政策加持空间广阔，龙头扩张优势显著。**2019年，政策加持推动职业教育行业健康快速发展。非学历职业教育不同赛道的市场空间和可复制性各有不同，招录培训可复制性强，技能培训空间广阔，龙头在做深原有业务板块的基础上，通过将成功经验和系统复制到新的领域实现持续增长。
- **高等教育：内生外延持续增长，龙头估值有望修复。**2019年各高教集团通过内生外延的方式不断增加学生数，经营稳步增长。2018年8月民促法后，高教版块估值仍处于较低水平，增长良好经营稳定的龙头估值有待修复。
- **投资建议：教育行业市场空间广阔，龙头竞争优势显著，份额有望持续提升。推荐标的：立思辰、好未来、新东方等。受益标的：在线教育：新东方在线、跟谁学等；职业教育：中公教育、中国东方教育、开元股份、科斯伍德等；高等教育：希望教育、中国新华教育、中国科培等。**

	公司名称	股价(元/美元) 2020Q2	每股收益(元/美元)			市盈率(X)			目标价(元)	投资评级
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
300010.SZ	立思辰	19.94	0.04	0.38	0.56	498.50	52.47	35.61	20.90	增持
0K75.L	新东方	133.92	1.50	2.98	3.95	89.28	44.86	33.93	-	增持
0A2X.L	好未来	57.84	1.93	1.09	2.66	89.91	167.46	65.11	-	增持

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

注：好未来、新东方采用wind一致预期，单位为美元，盈利预测为财年，新东方FY2020对应2019.06-2020.05，好未来FY2020对应2019.03-2020.02

风险提示

- 1、政策不确定性的风险

教育行业受政策影响较大，若出现突发的政策变动，对教育行业或将带来较大挑战；

- 2、行业竞争加剧的风险

未来教育行业竞争可能愈加激烈，会对企业增长的稳定性带来挑战；

- 3、异地扩张不及预期

目前国内教育企业处于快速发展期，若异地扩张不及预期，会对企业业绩增长带来影响。

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

国君零售/教育誉猛团队

Thank you for listening