

一对一培训龙头，学大系掌门重整河山

紫光学大 (000526)

► 学大教育重新入主，提振业绩改善预期

学大教育是 K12 老牌一对一培训机构，2020 年 5 月创始人金鑫控制的天津安特增持上市公司股份至 23.9%、成为大股东，金鑫重任上市公司总经理，提振业绩改善预期：2019 年上市公司毛利率较低为 27.3%、期间费用率较高为 25.7%，归母净利率仅 0.5%，未来上市公司净利率有望趋向学大教育 5%左右的水平。

► 一对一模式行业对比：学大盈利存在提升空间

我们分析，一对一模式的优势在于：(1) 学生提分效果最快、最容易打造教培机构的口碑；(2) 现金流较好。但一对一模式的缺点则是：(1) “规模不经济”、教师成本较高；(2) 相对于平台，教师与学生粘性更强，教师跳槽、单干等不稳定性大；(3) 由于盈利受限，难以支撑较高的教师工资，导致教师水平参差不齐。相较同行，学大定位补差一对一，受制于公司治理近年增速放缓，课时费、店效、盈利能力均存在改善空间。

► 公司优势：学生保留率高、网点广、师资丰

(1) 公司 2004 年首创一对一模式，先发积淀深厚、口碑效应强，学生保留率较高；(2) 网点布局全国 116 个城市 581 家、二线及以下城市占 50%+，渠道更为下沉；(3) 师资供给丰富：2019 年末有 7451 名全职教师。

► 成长驱动：线下加速扩张，线上逐步发力

我们分析，补差一对一机构逐步提升培优一对一课程、及小班课程比例，是提升盈利能力的重要途径。(1) 线下：城市扩张、单城市加密、单店收入均存在提升空间；(2) 线上：目前占比仅 4%，借鉴掌门 1 对 1 模式有望更快扩张。

盈利预测与估值：预计 2020-22 年上市公司归母净利 0.12/0.92/1.64 亿；学大教育净利 0.67/1.73/2.18 亿。2021 年给予学大教育 45 倍 PE 且不考虑非教育亏损，对应 2021 年紫光学大合理市值 78 亿、目标价 81 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：疫情带来的不利影响、政策调整风险、市场竞争加剧风险、管理团队和师资流失风险、运营成本上升风险

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,893	2,992	2,684	3,331	3,891
YoY (%)	2.9%	3.4%	-10.3%	24.1%	16.8%
归母净利润(百万元)	13	14	12	92	164
YoY (%)	-46.9%	7.1%	-15.9%	688.1%	78.4%
毛利率 (%)	27.3%	27.3%	26.3%	27.5%	28.0%
每股收益 (元)	0.13	0.14	0.12	0.96	1.71
ROE	15.4%	14.0%	10.5%	45.3%	44.7%
市盈率	401.32	374.86	445.65	56.55	31.69

资料来源：公司公告 华西证券研究所

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：首次覆盖
目标价格：81
最新收盘价：54.03



股票代码：000526
52 周最高价/最低价：58.04/20.99
总市值(亿)：51.97
自由流通市值(亿)：51.97
自由流通股数(百万)：96.20

分析师：唐爽爽
邮箱：tangss@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519090002
联系电话：

研究助理：何富丽
邮箱：hefl@hx168.com.cn
SAC NO:
联系电话：

正文目录

1. 公司概况：首创一对一培训模式，学大系重新上位	4
1.1. 历史回顾：首家借壳回 A 的老牌中概股教育公司	4
1.2. 股权结构变更：学大教育重新入主，提振业绩改善预期	6
1.3. 财务分析：毛利率低、费用率高，业绩存在改善空间	8
2. K12 一对一模式行业对比：学大盈利存在提升空间	10
2.1. 一对一培训模式：提分效果明显，但规模不经济	10
2.2. 同业对比：近年收入增速较低，盈利性存在提升空间	12
3. 公司优势：学生保留率高、网点广、师资丰	15
3.1. 首创一对一培训，学生保留率高	15
3.2. 网点布局全国，下沉增长可期	16
3.3. 师资供给丰富，发展持续性强	16
4. 成长驱动：线下加速扩张，线上逐步发力	17
4.1. 线下：单店模型优化+学习中心数量扩张	17
4.2. 线上：加码在线业务，掌门 1 对 1 的经验可借鉴	19
4.3. 毛利率：提价、产品结构升级有望带动毛利率提升	20
4.4. 净利率：管理提效有望带来费用率下降	21
5. 盈利预测与估值	21
6. 风险提示	23

图表目录

图 1：学大教育发展历程（2001-20）	4
图 2：学大教育营收（2010-19）	5
图 3：学大教育分业务营收占比（2017-19）	5
图 4：学大教育净利润（2010-19）	5
图 5：学大教育学习中心数量（2004-19）	5
图 6：紫光学大股权结构（至 2020.6 底）	8
图 7：紫光学大历年营收	8
图 8：紫光学大历年归母净利	8
图 9：紫光学大毛利率及归母净利率	9
图 10：紫光学大期间费用率	9
图 11：紫光学大历年经营现金流净额	9
图 12：紫光学大历年预收款	9
图 13：紫光学大历年短期借款	10
图 14：紫光学大历年偿债及付息现金支出	10
图 17：一对一辅导产品分析	11
图 18：一对一辅导模式分析	11
图 19：一对一辅导模式优化路径	12
图 20：学大与精锐网点布局差异（至 2020.6 底）	17
图 21：学大教师人数及员工总数（2011-19）	17
图 22：可比同业单店年均收入及净利率	18
图 23：可比同业学习中心数量及覆盖城市数量	18
图 24：一对一较班课更容易在线化	20
图 25：掌门 1 对 1 的成功之道	20
图 26：学大较精锐课时费有提升空间	20
图 27：学大产品结构逐步上延	20

表 1：学大教育业务细分	6
表 2：学大教育回归 A 股进程	7
表 4：一对一机构产品对比	13
表 5：一对一机构经营数据对比（2019）	14
表 6：一对一机构财务数据对比（2019）	15
表 7：学大教育一对一个性化特色课程.....	16
表 8：学大教育一对一标准&环节&团队.....	16
表 9：学大教育单店优化&网点扩张.....	19
表 10：学大教育分业务收入预测	21
表 11：学大教育收入及业绩预测	22
表 12：可比公司估值	23

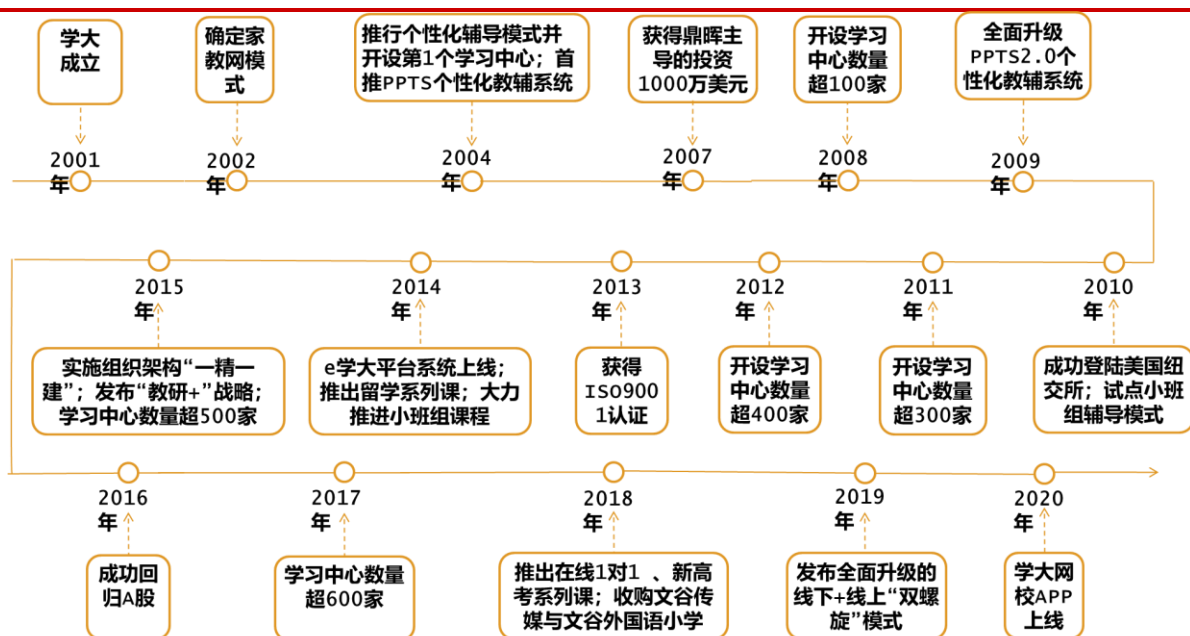
1. 公司概况：首创一对一培训模式，学大系重新上位

1.1. 历史回顾：首家借壳回 A 的老牌中概股教育公司

学大教育于 2001 年成立，以线上家教平台起家，2004 年转型线下、并创立了一对一培训模式，2010 年登陆美股、2016 年回归 A 股，2019 年全面升级为线下与线上融合的“双螺旋”模式。学大教育 2010-19 年营收 CAGR13%至 30.12 亿、净利 CAGR9%至 1.43 亿，公司定位为一对一为主的个性化辅导模式，2019 年一对一/小班组/注册费/其他教育/其他占比分别为 73%/20%/1%/4%/2%，至 2019 年底共 581 家学习中心、覆盖 116 个城市，单店收入超 500 万元。

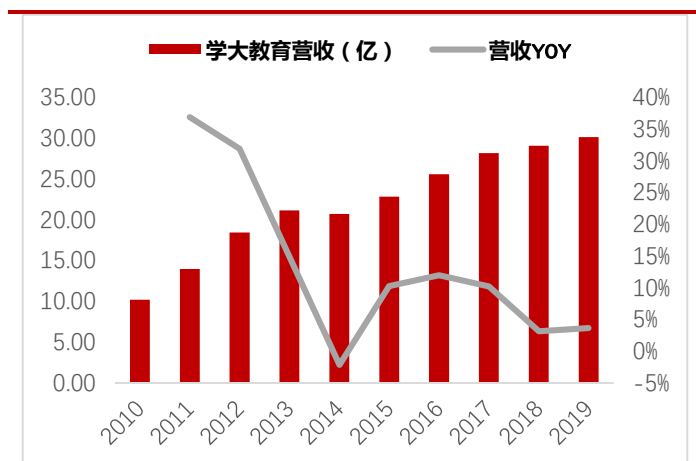
回顾学大历史来看，公司成立时间较早，但受制于一对一模式及公司治理问题，近几年收入增速放缓：公司 2012 年之前保持高增长（2011、2012 年增速均在 30%以上），2013-2017 年增速放缓至 10-15%，2018、2019 年进一步下降至个位数增长。

图 1：学大教育发展历程（2001-20）



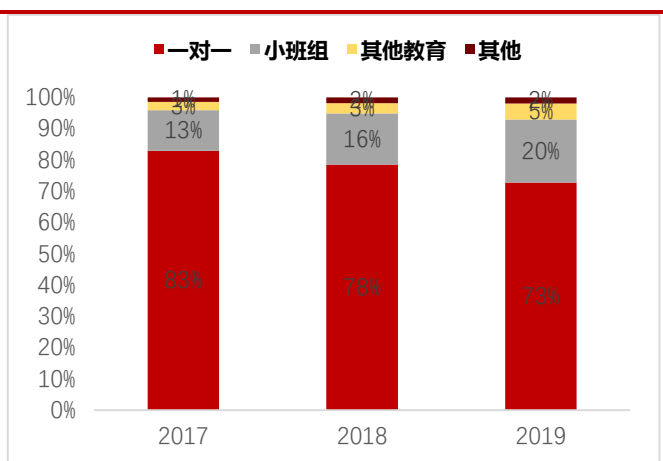
资料来源：公司公告 华西证券研究所

图 2：学大教育营收（2010-19）



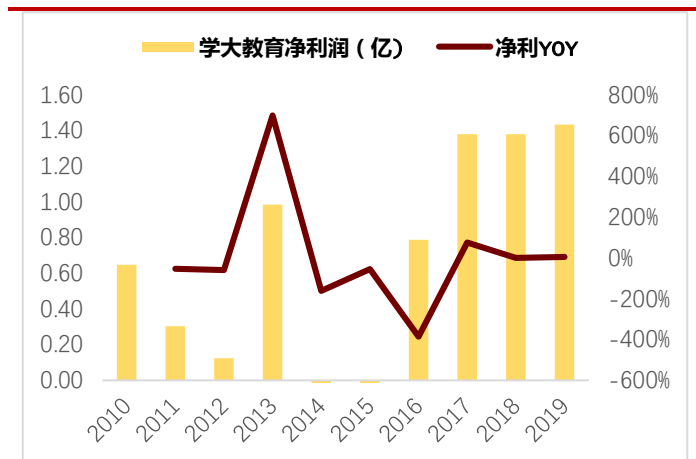
资料来源：公司公告 华西证券研究所

图 3：学大教育分业务营收占比（2017-19）



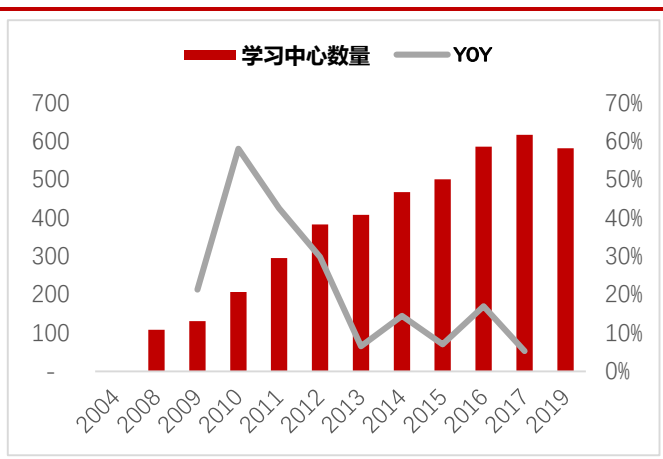
资料来源：公司公告 华西证券研究所

图 4：学大教育净利润（2010-19）



资料来源：公司公告 华西证券研究所

图 5：学大教育学习中心数量（2004-19）



资料来源：公司公告 华西证券研究所

学大教育主打一对一/小组课程，每小时课时费分别约 200 元以上/100 元左右，满足全部 K12 学生（包括艺考生）的多学科课外辅导需求。此外，公司一方面推出新高考、出国留学相关课程，另一方面探索线下与线上融合发展、利用学大网校提供在线大班课程。

表 1：学大教育业务细分

业务划分	班型划分	每小时费用（元）	课时时长（小时）	课时（小时/节）	总课时数	每学期学费	适合年级
一对一 (74%收入)	同步、专项、潜能、冲刺	200+	1	2			小学-高三，包括艺考生
小班组 (21%收入)	同步、专项、潜能、冲刺	约 100	1	2			小学-高三，包括艺考生
在线大班	小学课程	60	1	1.5	10	900	小学-高三，暑期 10 次课
	初中课程	75	1	2	10	1500	
	高中课程	125	1	2	10	2500	
	高三密训课程	120	1	2	10	2400	
新高考	学业规划辅导课、学习力教练辅导、综合应用课程						
出国留学	留学语言培训课程、学科英语定制课程、素质发展定制课程、行前指导课程、学大预科班						

资料来源：公司官网，华西证券研究所

1.2. 股权结构变更：学大教育重新入主，提振业绩改善预期

2016 年学大回归 A 股后，上市公司未能迎来持续稳定的管理团队：主要由于上市公司原计划以定增募资方式收购学大教育，但最终变更为关联借款方式（向控股股东紫光卓远借款 23.5 亿元）；收购后使上市公司债务高企、学大业务增长放缓，2017 年学大创始人金鑫辞任上市公司副董事长及总经理，之后上市公司两次尝试分拆学大均以失败告终。

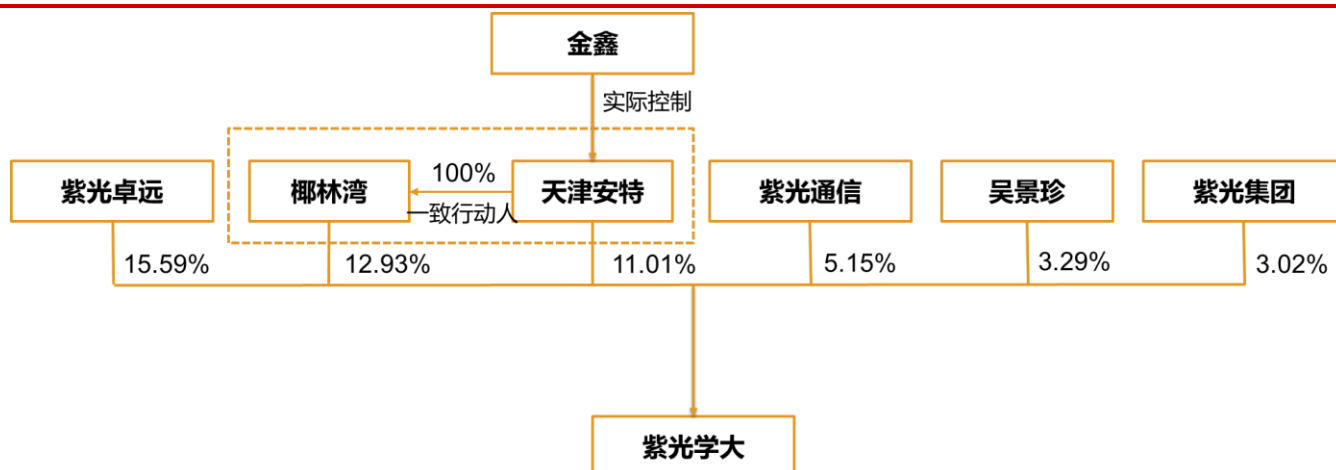
2019 年 8 月至 2020 年 5 月，金鑫实际控制的天津安特以集中竞价及协议转让的方式取得上市公司共 23.9% 的股份，公司大股东变更为天津安特及其一致行动人。金鑫重任上市公司董事及总经理，金鑫作为学大核心创始人有近 20 年教育领域管理经验，重新掌舵后预计将有利于公司做大做强教育主业，提振公司业绩改善预期。

表 2：学大教育回归 A 股进程

阶段	时间	事件
学大回归 A 股	2015 年 4 月	公司拟向学大教育发出收购提议，以总价约 2.2 亿美元收购学大教育。
	2015 年 7 月	公司正式与学大教育签订协议，拟以总价约 3.69 亿美元收购学大教育；同时定增募资不超过 55 亿元人民币，其中 23 亿元用于支付收购学大的交易对价。
	2016 年 1 月	公司控股股东由椰林湾变更为紫光卓远，实际控制人由廖春荣变更为教育部。
	2016 年 6 月	学大教育申请在美停牌，同时申请撤销在美证券登记。
	2016 年 7 月	公司公告完成对学大教育的全部股份收购，同时证券简称由银润投资变更为紫光学大。
定增终止，金鑫辞任	2016 年 12 月	公司公告终止 55 亿元定增计划。
	2017 年 3 月	金鑫申请辞去上市公司副董事长、董事及总经理职务，专注于学大教育本身的经营和管理。
两次重组计划终止，学大教育未剥离	2017 年 5 月	公司宣布重大资产重组，拟出售所持学大教育集团及学大信息、上海瑞聚实业、厦门旭飞房地产开发全部股权，并拟购买 Prime Foundation Inc. 51% 股权，2017 年 6 月这一计划调整为仅出售所持厦门旭飞房地产开发的全部股权。
	2017 年 12 月	公司宣布重大资产重组，拟购买软通动力信息技术的全部股权，拟出售所持学大教育集团及学大信息、上海瑞聚实业全部股权，2018 年 1 月这一计划终止。
	2018 年 9 月	公司宣布重大资产重组，拟购买天山铝业的全部股权，同时将处置学大教育集团和学大信息等资产，2019 年 2 月这一计划终止。
	2019 年 12 月	天津安特通过通过椰林湾以 2.6 亿元受让上市公司 12.93% 股份。
大股东变更，金鑫重新上任	2020 年 5 月	天津安特自 2019.8-2020.5 增持上市公司股份 11.01%，最终控股比例 23.94%，成为第一大股东；同时金鑫重新获任上市公司总经理。
	2020 年 6 月	因学大系与紫光系持股比例非常接近，所以公司紫光学大变更为无控股股东、无实际控制人的情形；此外金鑫重新获任上市公司董事。

资料来源：公司公告 华西证券研究所

图 6：紫光学大股权结构（至 2020.6 底）

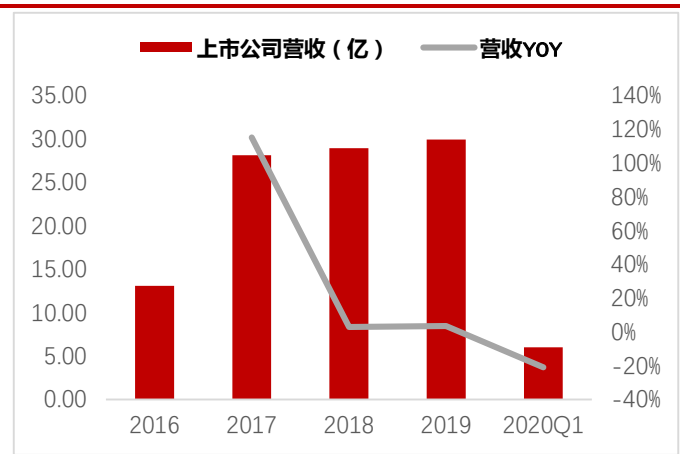


资料来源：公司公告 华西证券研究所

1.3. 财务分析：毛利率低、费用率高，业绩存在改善空间

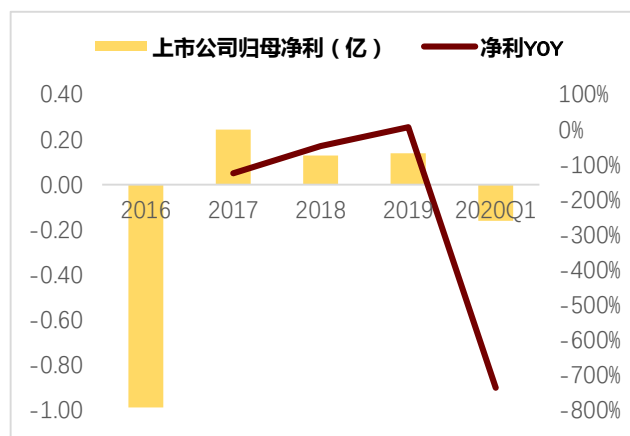
分析公司整体业绩，上市公司 2016-19 年营收及业绩增长主要来自 2016 年并表学大教育及其增长，2019 年营收同比增 3%至 29.92 亿、归母净利润同比增 7%至 0.14 亿。2020Q1 上市公司营收同比下降 21%至 6.00 亿、归母净利润同比下降 735%至-0.16 亿，疫情影响下公司努力将存量线下课转为线上，但仍对业绩产生一定的影响。

图 7：紫光学大历年营收



资料来源：公司公告 华西证券研究所

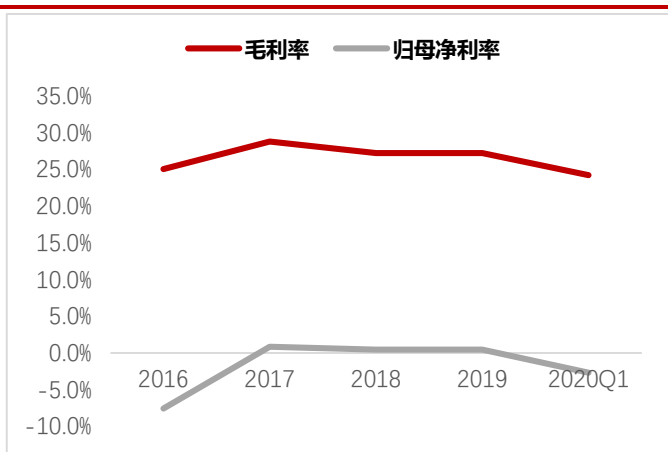
图 8：紫光学大历年归母净利



资料来源：公司公告 华西证券研究所

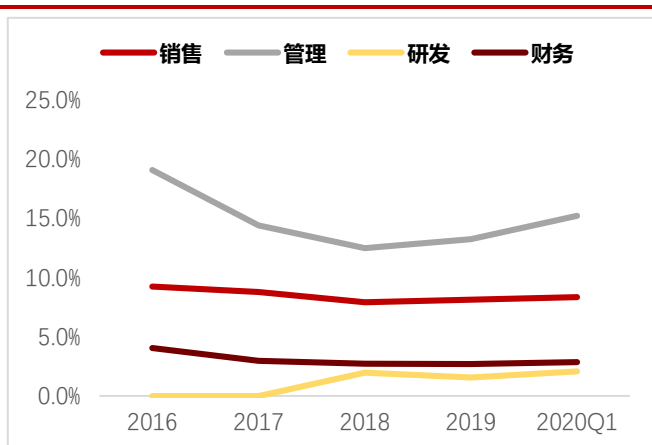
2019 年上市公司毛利率 27.3%、归母净利率 0.5%，即：学大教育经营的一对一模式较小班组模式毛利率更低、但费用率并不低；期间费用率 25.7%，增加 0.6pct，其中销售/管理/研发/财务费用率为 8.1%/13.3%/1.6%/2.7%，增加 0.2/0.8/-0.4/0pct。2020Q1 上市公司毛利率同比下降 3.0pct 至 24.3%，归母净利率同比下降 3.1pct 至-2.7%，反映了疫情带来的阶段性不利影响。

图 9：紫光学大毛利率及归母净利率



资料来源：公司公告 华西证券研究所

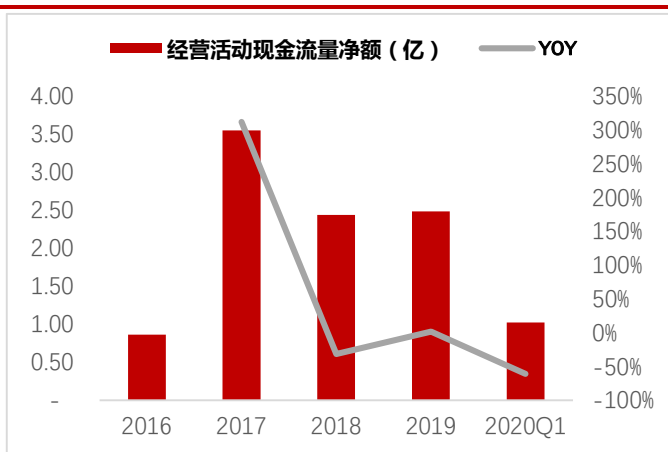
图 10：紫光学大期间费用率



资料来源：公司公告 华西证券研究所

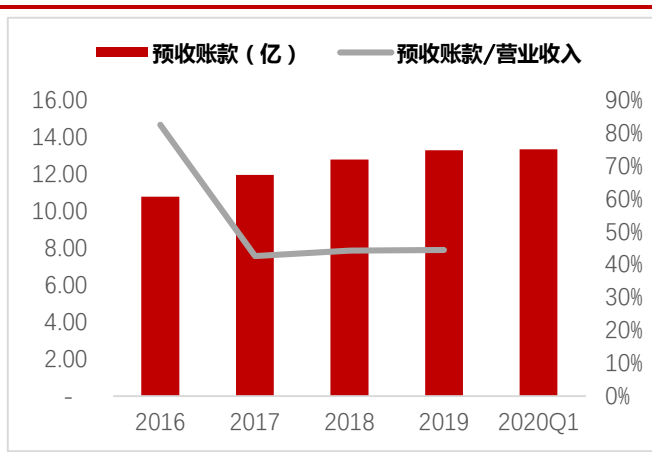
分析公司整体现金流，上市公司 2016-19 年经营现金流净额复合增长 42% 至 2.49 亿、增速高于净利润，主要得益于教育业务的预收款模式带来稳定的现金流，2019 年预收/营收为 44%；2020Q1 上市公司经营现金流净额同比下降 61% 至 1.03 亿、降幅小于净利润，预收账款同比下降 12%、环比持平，疫情背景下，预收款保证了短期营运资金。

图 11：紫光学大历年经营现金流净额



资料来源：公司公告 华西证券研究所

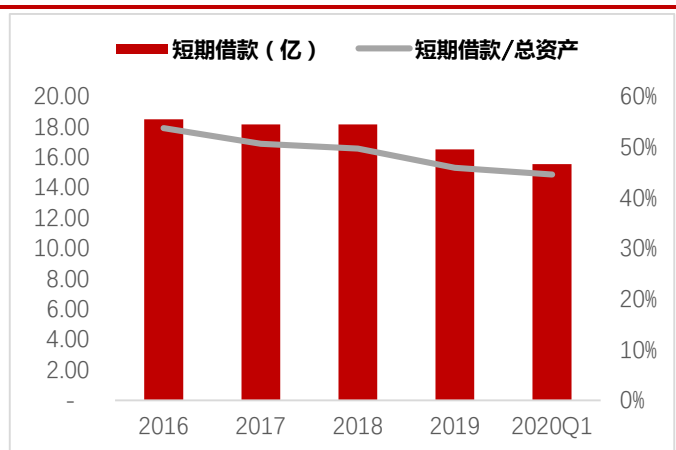
图 12：紫光学大历年预收款



资料来源：公司公告 华西证券研究所

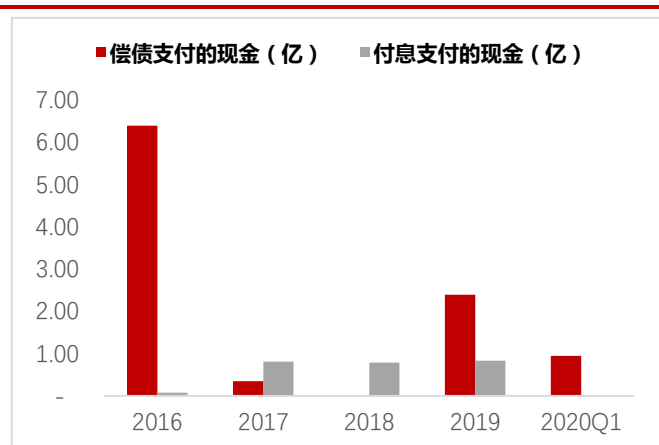
2020Q1 上市公司短期借款余额 15.55 亿、占总资产比例 45%，主要为 2016 年收购学大向控股股东借款，每年需偿还约 8000 万的利息。2016 年上市公司为收购学大教育向当时的控股股东紫光卓远借款 23.5 亿、利率 4.35%，2016 年至今共偿还关联及其他借款本金 10.1 亿、利息 2.53 亿，至 2020Q1 底待偿 15.55 亿借款本金、需偿还约 8000 万年利息费。

图 13：紫光学大历年短期借款



资料来源：公司公告 华西证券研究所

图 14：紫光学大历年偿债及付息现金支出



资料来源：公司公告 华西证券研究所

2. K12 一对一模式行业对比：学大盈利存在提升空间

2.1. 一对一培训模式：提分效果明显，但规模不经济

目前 K12 培训行业模式包括线下/线上一对一、线下/线上小班、线上大班等模式，我们分析，一对一模式的优势在于：（1）学生提分效果最快、最容易打造教培机构的口碑；（2）现金流较好。但一对一模式的缺点则是：（1）“规模不经济”、教师成本较高；（2）相对于平台，教师与学生粘性更强，教师跳槽、单干等不稳定性大；（3）由于盈利受限，难以支撑较高的教师工资，导致教师水平参差不齐。

细分一对一“补差”和“培优”赛道来看，

（1）产品与市场：群体规模足够大（补差>培优）、但客户粘性一般（培优>补差）。一对一课程满足的是有高消费能力学生的个性化补差或培优需求，这一高端群体规模足够大，但需求呈现淡旺季分化、且客户粘性一般。

传统一对一机构卡位补差&高消赛道，早期享受规模红利（竞品有限）但发展中面临粘性不足（学生吸收弱、老师水平参差不齐）的问题，因此补差一对一市场增长持续性不够强；而新兴一对一机构更多地卡位培优&高消赛道，尽管培优课程存在小班竞品，但尖子生吸收强、老师水平不差，因此巨头们正凭借高质量和强粘性大力切分培优一对一市场。

图 15：一对一辅导产品分析

产品与市场	群体规模	参培意愿	参培频次	客户粘性
1对1产品	高端群体规模够大	呈淡旺季分化	产品依赖度高	整体客户粘性一般
补差&高消 (传统1对1)	大★★★ 竞品威胁小	强★ 学期末尤甚	高★★★ 十分依赖	不甚强😞 (学生吸收弱&老师水平参差)
培优&高消 (新兴1对1)	大★ 有小班竞品	强★★★ 寒暑假尤甚	高★ 较为依赖	比较强😊 (学生吸收强&老师水平不差)

资料来源：公司公告 华西证券研究所

(2) 模式与可行性：扩张相对容易（补差>培优），但盈利能力不强（培优>补差）。一对一课程灵活性强，开班及师资供给更容易、更容易渗透到各线城市，但由于无单班规模效应且获客成本不低，毛利率及净利率均一般。

其中，补差一对一模式下对名师要求及课程定价均低于培优一对一，师资供给更丰富、可覆盖城市层级更广泛，因此更易扩张；而培优一对一定价高且容易向一对少（3-6 人）转换、毛利率更高为 40%-50%，高于补差一对一 30%-40%水平，同时客户粘性强使获客成本被摊薄、长期看有望达到 10%甚至更高的净利率，高于补差一对一（平均约在 5%）。

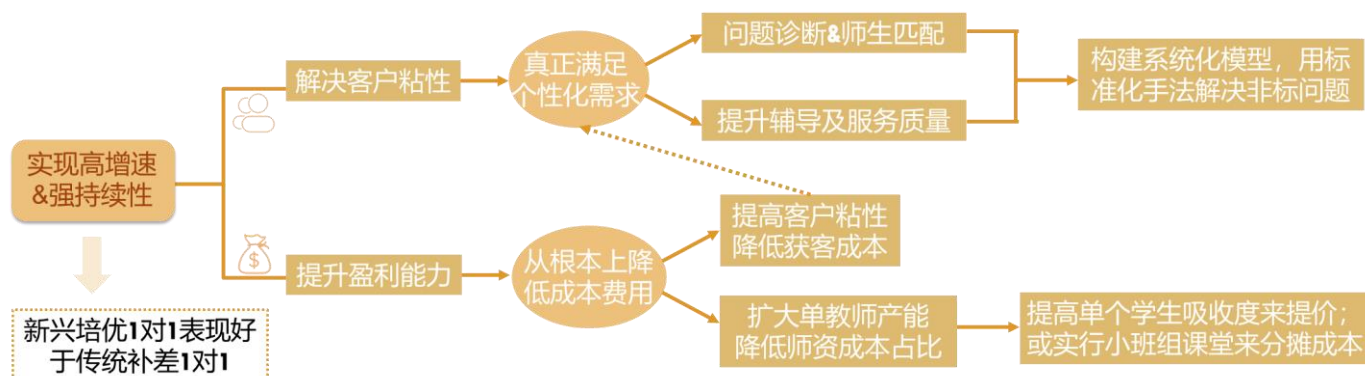
图 16：一对一辅导模式分析

模式与可行性	扩张便利性		盈利能力	
	人员	时空	毛利率	净利率
1对1产品	开班及师资供给更容易	更易渗透到各线城市	无单班规模效应 →毛利率一般	获客成本不低 →净利率一般
补差&高消 (传统1对1)	更灵活★★★ 个性化>名师	渗透低线城市早★ (定价高)	低★25%-35% (定价高&不易向1对3-6转换)	低★ 平均约5%
培优&高消 (新兴1对1)	灵活★ 个性化>名师	渗透低线城市晚★★★ (定价更高)	不低★★★40%-50% (定价高&易向1对3-6转换)	不低★★★ 有望达10%+

资料来源：公司公告 华西证券研究所

因此，我们认为一对一、尤其补差一对一模式提高盈利能力的关键在于：(1) 提高客户粘性以降低获客成本，而解决客户粘性则需要满足个性化的同时、注重系统化的统筹管理，从整体提高匹配精确度和教学质量；(2) 扩大单教师产能并降低师资成本占比，这就需要进行一对一的升级提价或向小班组课程拓展。因此，传统补差一对一机构逐步向培优一对一课程转移、并逐步提升小班组课程比例，是提升盈利能力的重要途径。

图 17：一对一辅导模式优化路径



资料来源：公司公告 华西证券研究所

2.2. 同业对比：近年收入增速较低，盈利性存在提升空间

学大主打补差产品、深入下沉市场，一对一课时费、单店收入均低于好未来智康、精锐等培优机构。

（1）课时费对比：课时费低于同行

对比补差一对一机构来看：学大主打补差产品，且深入到低线城市，因此一对一课时费在 200-400 元/小时、单店均收 500 多万元，同样补差为主的昂立及卓越一对一课时费 300-400 元/小时、单店均收 600 多万元；

对比培优一对一机构来看：好未来智康/精锐教育/新东方优能一对一课时费分别为 450-1000/450-750/350-800 元/小时、单店均收分别 1500/1000/NA 多万元；

对比在线一对一机构掌门 1 对 1 来看，掌门 1 对 1 课时费仅 170-260 元/小时即可享受培优产品，市场下沉更快速。

表 3：一对一机构产品对比

股票简称	定位	课时费/小时	师资供给	学生数量	优势区域
学大教育	补差（线下）， 单店均收 500 万 元+	小：200-400 元 初：250-400 元 高：300-400 元	1 万+实力师资	-	全国，辐射三四线城市
精锐教育	培优（线下）， 单店均收近 1000 万元	小：450-600 元 初：500-600 元 高：550-650 元	6000+学霸导师	15.83 万月均就读学生	北上广深一线城市为主
昂立教育	补差（线下）， 单店均收 600 万 元+	小：300-350 元 初：300-400 元 高：350-400 元	2000+上交学霸师资	约 20 万年在读学生	上海
卓越教育	补差（线下）， 单店均收 600 万 元+	小：300-350 元 初：300-350 元 高：350-400 元	3000+优秀师资	70.94 万就读人次	广州
好未来智康	培优（线下）， 单店均收 1500 万 元+	小：450-800 元 初：450-800 元 高：450-1000 元	依托集团师资	-	北上广深一线城市为主
新东方优能	培优（线下）， 单店均收含班课 2000 万元+	小：350-600 元 初：350-700 元 高：400-800 元	依托集团师资	100 万以上就读人次	一二线大中城市为主
掌门 1 对 1	培优（线上）， 独家“4in1”导 学系统	小：170-200 元 初：200-240 元 高：220-260 元	1 万+教研人员， 大学生兼职多	4000 万以上注册学员	全国，辐射三四五线城市

资料来源：公司官网 华西证券研究所

（2）收入增速对比：收入增速低于精锐、51talk 及卓越

学大 17-19 年收入 CAGR 仅 3%、一对一收入 CAGR 为-3%，学习中心数量年均减 18 家，这与上市公司负债及业绩压力大，制约公司扩张有关。相较之下，精锐/51talk/卓越 2019 年营收分别 40/15/18 亿、17-19 年收入 CAGR 分别 39%/32%/27%，学习中心数量分别年均增 119/NA/43 家，2019 年一对一收入分别 32/14/7 亿，同比增速分别 31%/31%/27%，作为一对一后发者扩张迅猛。

（3）单店收入对比：旺季较短，单店收入低于同行

学大定位补差一对一，旺季在 4-6 月、单店收入及人均净营收最低。相比之下，精锐/51talk/卓越因分别卡位一对一的培优/在线少儿英语外教/小班及个性化赛道，因此旺季分别在 6-8 月/下半年/下半年，并且均实现更高的单网点收入及人均净营收。

表 4：一对一机构经营数据对比（2019）

股票简称	精锐教育	无忧英语 (51TALK)	卓越教育	紫光学大(学大教育)	学大教育 单独
成立/上市时间	2007/2018 (美股)	2011/2016 (美股)	1997/2018 (H 股)	2001/2010 (美股)、2016 (A 股)	
总市值 (CNY 亿)	45.81	34.14	26.39	54.17	
营业收入 (CNY 亿)	39.94, 17-19CAGR 39%	14.78, 17-19CAGR 32%	18.34, 17-19CAGR 27%	29.92, 17-19CAGR 3%	30.12, 17-19CAGR 3%
一对一收入 (CNY 亿)	31.68, 18-19 年增 31%	13.66, 18-19 年增 31%	6.99, 17-19CAGR 23%	21.93, 17-19CAGR -3%	
分业务营收占比	智能 VIP/数学/英语/其他 79%/13%/5%/3%	一对一/小班组 92%/8%	小班/个性化/全日制备考/素质教育 50%/38%/9%/3%	一对一/小班组/注册费/其他 74%/21%/1%/4%	
分季度营收占比	Q1-4 分占 16%/24%/27%/33%, 旺季系 6-8 月	Q1-4 分占 22%/24%/28%/27%, 旺季系下半年	H1-2 分占 47%/53%, 旺季系下半年	Q1-4 分占 25%/31%/25%/19%, 旺季系 4-6 月	
学习中心数量	432 (17-19 年均增 119)	在线平台	265 (17-19 年均增 43)	432 (17-19 年均增 18)	
单网点收入 (万元)	925 (K12 培优课为主, 聚焦高线城市)	在线平台 (少儿英语外教为主)	692 (K12 小班向个性化 (06 年起), 聚焦广深市场)	515 (K12 补差课为主, 深入下沉市场)	
归母净利 (CNY 亿)	2.45, 17-19CAGR -3%	-1.04, 17-19CAGR -58%	1.36, 17-19CAGR 66%	0.14, 17-19CAGR -25%	1.43, 17-19CAGR 2%
员工人数	14741, 其中教师 7501	2193, 其中教师 819	6902, 其中教师 3839	14098, 其中教师 7451	
人均净营收 (万元)	27.09, 按教师 53.2	67.42, 按教师 180.5	26.56, 按教师 47.8	21.22, 按教师 40.2	
人均净利润 (万元)	1.66, 按教师 3.3	-4.76, 按教师 -12.7	1.96, 按教师 3.5	0.10, 按教师 0.2	

资料来源：公司公告 华西证券研究所

注：精锐 Q1-4 分别为 9-11/12-2/3-5/6-8 月，51TALK、卓越及学大 Q1-4 分别为 1-3/4-6/7-9/10-12 月

(4) 盈利能力对比：ROE 及净利率低于精锐和卓越

学大/上市公司的归母净利率为 4.75%/0.46%，由于深入下沉市场、一对一课时费约 200-400 元/小时，因此毛利率为 27.28%；公司资产周转率 0.83，借款多导致权益乘数达 39.5，ROE 为 13.98%。

相较之下，精锐/51talk/卓越归母净利率 6.14%/-7.06%/7.39%，其中精锐聚焦高线城市，一对一课时费约 400-600 元/小时、毛利率 50.64%，51talk 显现出高毛利、高费用的在线特征，卓越小班和一对一产品结构丰富，整体毛利率 41.91%、个性化课程毛利率 35%左右；同时，精锐/51talk/卓越资产周转率分别为 0.78/1.23/ 0.87，权益乘数分别为 5.25/-1.34/3.47，因此 ROE 分别为 23.18%/10.39%/19.09%。

表 5：一对一机构财务数据对比（2019）

股票简称	精锐教育	无忧英语 (51TALK)	卓越教育	紫光学大(学大教育)	学大教育 单独
净资产收益率	23.18%	10.39%	19.09%	13.98%	
归母净利率	6.14%	-7.06%	7.39%	0.46%	4.75%
_毛利率	50.64%	70.25%	41.91%（其中个性化课程 35%左右）	27.28%	
_销售费用率	20.45%	53.61%	8.88%	8.14%	
_管理费用率	21.95%	13.26%	13.23%	13.26%	
_研发费用率	0.00%	10.65%	9.03%	1.57%	
_财务费用率	-0.52%	0.64%	2.62%	2.71%	
资产周转率	0.78	1.23	0.87	0.83	
权益乘数	5.25	-1.34	3.47	39.50	
_合约负债/总负债	44%	89%	39%	38%	
PE	18.67	-32.69	19.47	390.68	37.44
PS	1.15	2.31	1.44	1.81	1.78
PB	4.19	NA	3.31	54.62	

资料来源：公司公告 华西证券研究所

3. 公司优势：学生保留率高、网点广、师资丰

3.1. 首创一对一培训，学生保留率高

学大教育于 2004 年率先推行一对一个性化辅导模式，其深厚的先发积淀主要体现在：（1）成熟的个性化课程设置，包括：A. 同步巩固课，适合初高中补差学生；B. 专项巩固课，适合 K12 单科找补学生；C. 潜能特色课，适合补文化课的艺考生；D. 冲刺突破课，适合 K12 考前冲刺学生。（2）完善的标准、环节及团队支持，包括 5 阶教学标准从低到高多层次、6 大精心环节从诊断到方案全流程、6V1 辅导团队从学科教师到陪伴支持老师全方位。由此，学大已经形成良好的口碑效应，学生保留率较高。

此外，公司于 2015 年发布“教研+”战略，进一步巩固研发优势。2015 年提出的“教研+”战略是以个性化教育研究院为核心、以集团教研资源管理中心为引领、以各分公司教研室为载体的教研升级战略，从“教研+教师”、“教研+课程”、“教研+平台”、“教研+评估”四个层面保障学大教学服务质量，有利于进一步加强学大教育的先发壁垒。

表 6：学大教育一对一个性化特色课程

课程分类	适用学生	课程特色
同步巩固课	基础薄弱、跟不上课的初一至高学生。	共有秋、寒、春、夏四个部分，包括语文、数学、英语等 9 个学科，春、秋季课程与在校学习成互补，暑、寒假课程可查缺补漏。主要帮助学生打牢基础、构建知识体系、稳健进步。
专项巩固课	偏科、语文写作弱、英语听说差、理化生实验弱等小学至高中学生。	用“诊断+治疗+对症下药”的教学思想，进行针对性训练，实现点对点的突破，帮助学生认清学习问题，专项补齐短板，打破弱项瓶颈。
潜能特色课	学习时间短、文化课基础薄的艺考生。	由具有多年艺考教学经验的实力教师研发，遵循个性化教育理念，针对艺考生学习时间短、文化课基础薄现状，进行因材施教、因时制宜，有针对性的帮助艺考生辅导文化课知识。
冲刺突破课	考前需要集中巩固、梳理知识、快速进步的一年级至高三学生。	通过大数据分析及 PPTS 个性化测试，精心设计课程内容，传授学习方法、攻克重点难点，循序渐进的帮助学生突破学习瓶颈、取得进步。

资料来源：公司官网 华西证券研究所

表 7：学大教育一对一标准&环节&团队

分类	内容
5 阶教学标准	基础、进阶、优化、拔高、超越
6 大精心环节	免费沟通咨询、科学完善测评、定制个性化辅导计划、一对一对面授课、6 对 1 个性化服务、效果监测评估
6V1 辅导团队	学科教师、学习管理师、陪读教师、教育咨询师、个性化教研组、心理咨询师

资料来源：公司官网 华西证券研究所

3.2. 网点布局全国，下沉增长可期

学大教育网点布局全国市场。学大教育网点扩张历经 3 个阶段：（1）2004-08 年网点数量年增约 27 家至 108 家，稳步扩张；（2）2008-16 年网点数量年增约 60 家至 585 家，快速扩张；（3）2016-19 年网点数量年减约 1 家至全国 116 个城市的 581 家，平稳发展。分层级来看，学大的一线/新一线/二线/三线/四线/五线城市学习中心分别占比 15%/33%/32%/12%/6%/2%、精锐 314 家分别占 40%/30%/23%/6%/0%/1%。

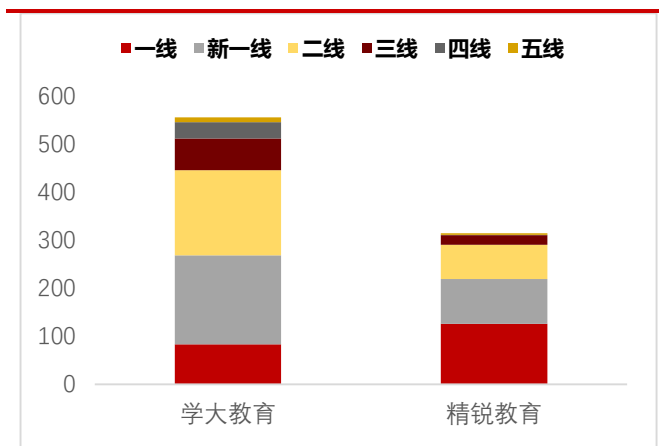
其下沉增长可期主要是基于：（1）学大 16 年回归 A 股后受保利润约束扩张停滞，若公司未来扩张有望加速，则已具备经验的下沉城市或成为主要战场之一；（2）学大平均单网点年收入 500 万元仅为精锐的一半左右，至 2019 年底学大布局全国 116 个城市、而精锐仅布局 35 个高线城市，未来下沉城市贡献比例有望提升。

3.3. 师资供给丰富，发展持续性强

学大教育师资供给丰富。学大教育至 19 年底有 14000 名员工，其全职教师人数达 7451 人，主要负责授课但不得与家长直接联系，学管师人数为 1785 人，主要负责沟通学生诉求并反馈给教师，其他包括销售及行政人员等。

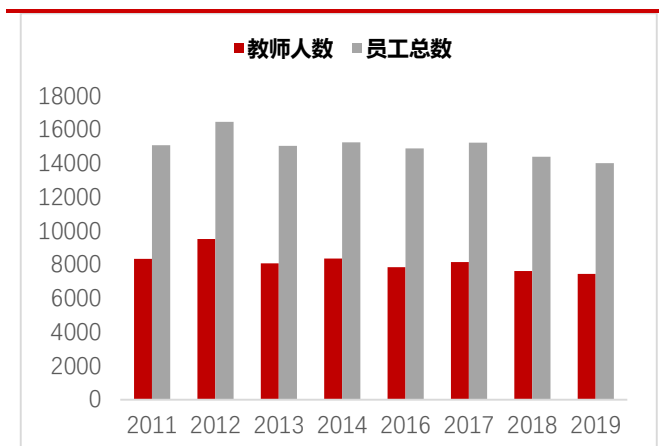
其发展持续性强是基于：(1) 严格的筛选标准，要求 985/211 或师范院校背景，经过 2 轮面试+多次试讲后才担任授课教师；(2) 完善的分层培训体系，两阶段—岗前及在岗，三层次—新教师、青年教师、高级教师，四结合—总部、分部+线上、线下+集中培训、自学平台+通识培训、专业培训；(3) 精细化教学指导监管：教学方法需要反复锤炼精益求精，授课环节具备多方监管保障每节课的效率和数量；(4) 多元化激励途径，一对一教师工资应该低于班课保证毛利，同时工资不能过低、保证师资稳定性。

图 18：学大与精锐网点布局差异（至 2020.6 底）



资料来源：公司官网 华西证券研究所

图 19：学大教师人数及员工总数（2011-19）



资料来源：公司公告 华西证券研究所

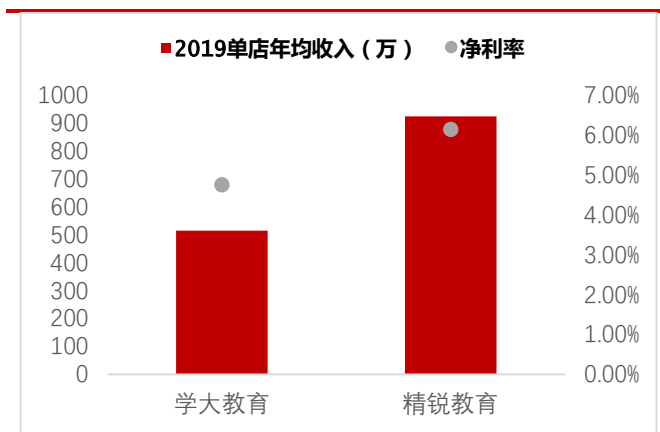
4. 成长驱动：线下加速扩张，线上逐步发力

4.1. 线下：单店模型优化+学习中心数量扩张

单店模型优化有赖于单店收入增长及净利率提升。学大单店年均收入 500 万元仅为精锐的一半左右，即使剔除城市层级影响仅考虑增量及提价，未来单店收入增长也有较大空间，且学大净利率 4.75% 低于精锐 6.14% 的净利率，精锐如果剔除扩张影响其净利率更高，因此学大未来净利率提升空间较大。乐观改善预期下，我们假设单店年均收入增长 20%/40%、净利率提升 1/2pct，则单店年均净利可增长 45%/99%、具备较高弹性。

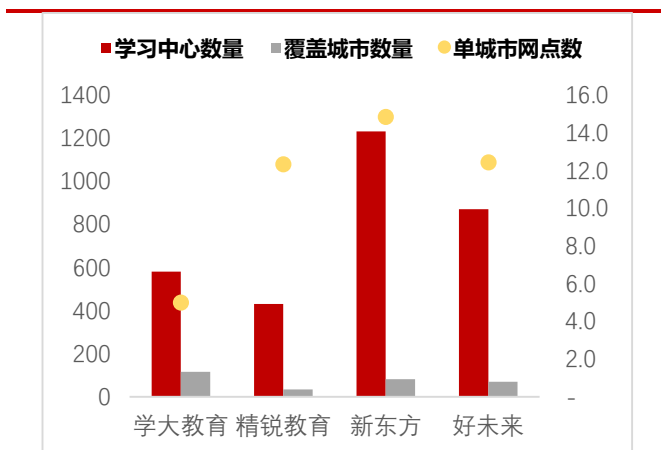
学习中心数量扩张有赖于高线城市加密与低线城市下沉。学大/精锐/新东方/好未来的学习中心数为 581/432/1233/871 家、覆盖城市数为 116/35/83/70 个、单城市网点数为 5/12/15/13 家，学大单城市网点密度偏低，高线城市仍具备加密的空间，同时有能力进一步向低线城市下沉。我们假设单城市网点数增加至 6/7 家、新进入 15/30 个城市且每城市 2 家网点，则学习中心数量可达到 727/873 家，具备扩张空间。

图 20：可比同业单店年均收入及净利率



资料来源：公司公告 华西证券研究所

图 21：可比同业学习中心数量及覆盖城市数量



资料来源：公司官网 华西证券研究所

若单店优化叠加网点扩张，学大整体净利有望实现高增长。公司单店年均收入从 515 万增长 10%/20%/30%/40%、净利率从 4.75% 提升 0.5/1/1.5/2pct，由此单店年均净利从 24 万增长 22%/45%/71%/99% 的情况下，叠加 116 个老城市的单城市网点数从 5.0 增至 5.5/6/6.5/7、新城市进入数量分别为 8/15/23/30 且单城市网点数为 2，由此学习中心数量合计 655/727/801/873 家的情况下，预计学大整体收入分别为 37.01/44.74/53.32/62.52 亿，较 2019 年增幅为 24%/50%/78%/109%，整体净利分别为 1.94/2.56/3.32/4.19 亿，较 2019 年增幅为 36%/80%/133%/195%。公司可兑现业绩高低与单店优化程度及网点扩张速度相关，但管理改善有望带动业绩加速释放。

表 8：学大教育单店优化&网点扩张

	2019 年数据	估计 1	估计 2	估计 3	估计 4
单店年均收入 (万元)	515	566	618	669	721
较 2019 增幅		10%	20%	30%	40%
净利率	4.75%	5.25%	5.75%	6.25%	6.75%
单店年均净利 (万元)	24	30	36	42	49
较 2019 增幅		22%	45%	71%	99%
老城市网点数	581	639	697	755	813
-覆盖老城市数量	116	116	116	116	116
-单城市网点数	5.0	5.5	6.0	6.5	7.0
新城市网点数		16	30	46	60
-进入新城市数量		8	15	23	30
-单城市网点数		2	2	2	2
学习中心数量合计	581	655	727	801	873
老城市年收入 (亿元)	29.92	36.20	43.07	50.54	58.61
新城市年收入 (亿元)	-	0.82	1.67	2.78	3.90
学大整体年收入 (亿元)	29.92	37.01	44.74	53.32	62.52
较 2019 增幅		24%	50%	78%	109%
老城市年净利 (亿元)	1.42	1.90	2.48	3.16	3.96
新城市年净利 (亿元)	-	0.04	0.09	0.15	0.23
学大年净利合计 (亿元)	1.42	1.94	2.56	3.32	4.19
较 2019 增幅		36%	80%	133%	195%

资料来源：公司公告 华西证券研究所

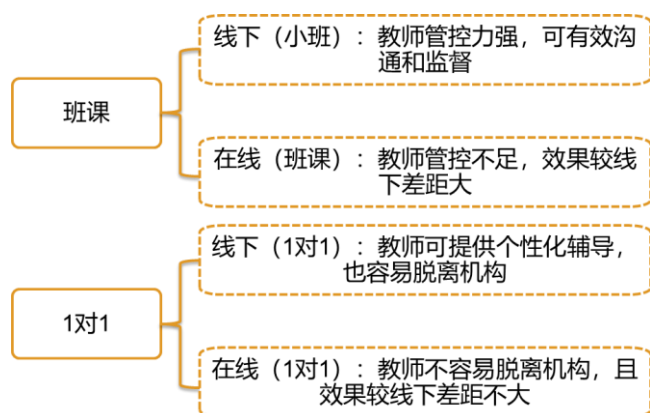
4.2. 线上：加码在线业务，掌门 1 对 1 的经验可借鉴

学大教育升级双螺旋模式，加码在线业务。“双螺旋”模式从三大核心要素入手，即“D” (Daily, 每日教学计划)、“N” (New, 全新个性化教学服务)、“A” (Anywhere, 全场景教学体验)，形成完整的学习闭环，打通基于时空的教学壁垒。在线业务平台学大网校提供在线包括一对一、小班组及大班课程，正打造牛师天团保证师资及教学质量。对比新东方、好未来等 K12 线下龙头已构筑成熟的在线品牌及掌门 1 对 1 成长为在线一对一独角兽，学大在线业务收入占比近 4%，若发展得当有望成为新增长点。

一对一较班课更容易在线化，掌门 1 对 1 的成功经验值得借鉴。在线教育突破了时空限制并实现教育的公平和效率，但在线较线下班课效果差距不小，而一对一在线较线下形式效果差距不大且教师更不容易脱离机构，因此在线化更容易。掌门 1 对 1 成功经验值得借鉴：一是产品角度更强的客户粘性（续费率超 80%）：（1）精英式教育：尖子生参培见效快，从补差转向培优后客户更稳定；（2）陪伴式教育：反馈服务更为及时，客户对课前中后综合满意度更高。二是模式角度更快的规模扩张（注册学员超 4000 万人）：（1）大学生授课：批量化供给师资成本低但需管理好质量和时长；（2）在线辅导：具备技术和数据先发积累但需满足个性化和高效诉求。

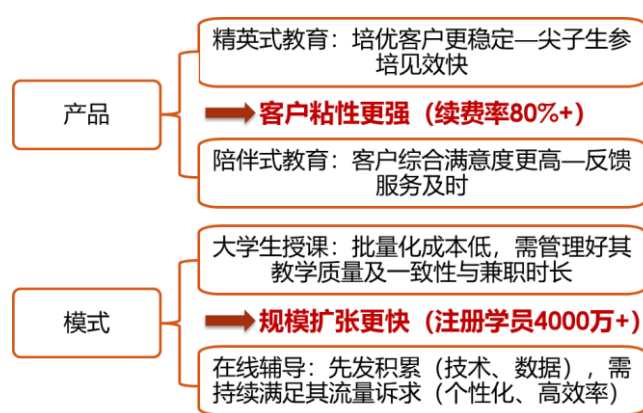
因此，公司通过线上有望提升师资供给的灵活性、提高师生匹配的精确度和服务的满意度，增加大学生兼职供给、加大技术投入和数据分析是借鉴路径。

图 22：一对一较班课更容易在线化



资料来源：华西证券研究所

图 23：掌门 1 对 1 的成功之道



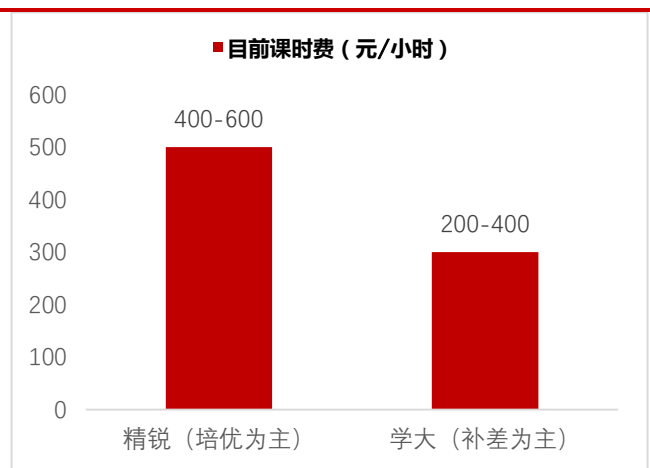
资料来源：华西证券研究所

4.3. 毛利率：提价、产品结构升级有望带动毛利率提升

提价：学大/精锐以补差/培优为主、课时费 200-400/400-600 元/小时，学大较精锐课时费有提升空间。若学大能逐步拓展培优课程加强服务于尖子生，则可实现整体课程稳步提价；此外若学大能提高补差提分效果进一步满足中下游学生，同样可实现现有课程稳定提价。

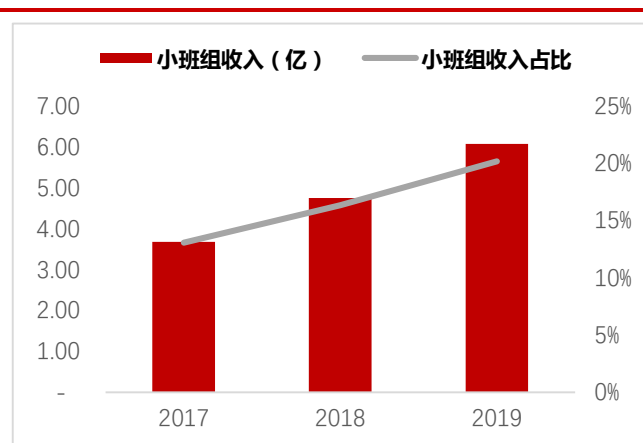
产品结构升级：学大一对一课程有中高用户规模但毛利率低，正在向“有高用户规模、毛利率高”的小组课进行产品结构上延。若学大能逐步扩大小组课（1 对 3 或 6 以内）占比，则可实现整体毛利率提升，2017-19 年小组组的收入 CAGR28%至 6 亿、收入占比提升 7pct 至 20%；此外新高考及出国留学等课程占比提升也起到作用。

图 24：学大较精锐课时费有提升空间



资料来源：公司官网 华西证券研究所

图 25：学大产品结构逐步上延



资料来源：公司官网 华西证券研究所

4.4. 净利率：管理提效有望带来费用率下降

降费&规模效应：紫光学大近几年费用率不低，伴随学大创始人重任上市公司总经理，未来具备降费&规模效应预期。2015 年学大进行组织架构调整，总部“一精”力求效率提升、十二个大区“一建”链接总部和分公司，有助于学大发展的增质提效。2020 年金鑫重任上市公司董事及总经理，有望助力紫光学大的业绩改善，尤其每年占比 3%左右、8000 万元左右的关联借款带来的财务费用有望显著下降。

5. 盈利预测与估值

学大教育分业务收入预测如下：假设疫情影响下今年一对一教小班课程受损更严重、明后年各业务均恢复扩张，2020-22 年一对一营收增速-13%/20%/11%、小班组营收增速-4%/34%/28%、其他业务营收增速-5%/35%/33%。因此预计，学大整体 2020-22 年营收 26.84/33.31/38.91 亿，对应增速分别-11%/24%/17%。

表 9：学大教育分业务收入预测

单位：亿元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
一对一	23.34	22.81	21.93	18.98	22.76	25.27
YOY		-2%	-4%	-13%	20%	11%
小班组	3.68	4.75	6.07	5.84	7.83	10.02
YOY		29%	28%	-4%	34%	28%
注册费	0.18	0.24	0.38	0.36	0.49	0.65
YOY		30%	59%	-5%	35%	33%
其他教育	0.56	0.72	1.15	1.09	1.47	1.96
YOY		30%	59%	-5%	35%	33%
其他非教育	0.41	0.54	0.59	0.56	0.76	1.01
YOY		32%	10%	-5%	35%	33%
学大整体收入	28.17	29.06	30.12	26.84	33.31	38.91
YOY		3%	4%	-11%	24%	17%

资料来源：公司公告 华西证券研究所

学大教育业绩预测如下：

假设：2020-22 年老城市学习中心数量分别为 574/597/639 家，单店年收入分别为 467/555/605 万元，新城市学习中心数量分别为 0/3/6 家，单店年收入分别为老城市的 NA/80%/88%；老城市单店年净利率 2.5%/5.2%/5.6%，新城市与老城市一致。

结果：2020-22 年合计学习中心数量 574/600/645 家，整体收入 26.84/33.31/38.91 亿、增速-10%/24%/17%；整体净利 0.67/1.73/2.18 亿、增速-53%/158%/26%。

表 10：学大教育收入及业绩预测

	2019	2020E	2021E	2022E
单店年均收入（万元）	515	467	555	603
YOY		-9%	19%	9%
净利率	4.77%	2.50%	5.20%	5.60%
单店年均净利（万元）	24	12	29	34
YOY		-52%	147%	17%
覆盖老城市数量	116	116	116	116
单城市网点数	5.01	4.95	5.15	5.51
老城市网点数	581	574	597	639
进入新城市数量	-	-	2	4
单城市网点数	-	-	1.5	1.5
新城市网点数	-	-	3	6
学习中心数量合计	581	574	600	645
老城市年收入（亿元）	29.92	26.84	33.16	38.57
新城市年收入（亿元）	-	-	0.14	0.34
学大整体年收入（亿元）	29.92	26.84	33.31	38.91
YOY		-10%	24%	17%
老城市年净利（亿元）	1.43	0.67	1.72	2.16
新城市年净利（亿元）	-	-	0.01	0.02
学大整体年净利（亿元）	1.43	0.67	1.73	2.18
YOY		-53%	158%	26%

资料来源：公司公告 华西证券研究所

此外，结合对学大教育的业绩预测，我们预测上市公司紫光学大 2020-22 年归母净利 0.12/0.92/1.64 亿、增速-16%/688%/78%，伴随上市公司管理改善未来业绩有望逐步趋近核心子公司学大教育。

对学大教育给予估值有如下考虑：

K12 行业一对一模式可行，学大先发积淀深厚、网点布局全国、师资供给丰富，近期创始人金鑫重任上市公司董事及总经理，有望推动管理提效助力业绩改善，因此公司改善期内可享受一定的估值溢价。参照可比同业业绩与估值，2021 年给予学大教育 45 倍 PE，预计 2021 年学大教育业绩 1.73 亿且不考虑非教育的亏损，对应紫光学大 2021 年合理市值 78 亿、目标价 81 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 11：可比公司估值

股票名称	股价	EPS			CAGR	PE		
		19A	20E	21E		19A	20E	21E
新东方	130.23	1.50	2.75	3.77	59%	86.8	47.4	34.5
好未来	68.38	-0.56	1.97	3.47		-122.1	34.7	19.7
立思辰	20.80	-1.40	0.03	0.24		-14.9	676.8	86.3
思考乐教育	15.86	0.19	0.28	0.37	40%	83.47	56.6	42.9
卓越教育	3.62	0.17	0.20	0.30	33%	21.3	18.1	12.1
平均值						10.9	166.7	39.1

资料来源：公司公告 华西证券研究所

注：新东方、好未来为美元计价，卓越、思考乐为港币计价

6. 风险提示

1、疫情带来的不利风险

受到当前新冠肺炎疫情的影响，学大教育线下教学处于停滞状态，同时公司运营成本相对刚性，将会对公司 2020 年春季、暑期课程招生和业绩、利润产生不利影响。

2、国家法规及政策调整风险

《中华人民共和国民办教育促进法》、《关于切实减轻中小學生课外负担开展校外培训机构专项整治行动的通知》、《关于规范校外培训机构发展的意见》等文件出台对民办教育的有序发展提供了强有力的支撑，但在客观上对培训机构的经营范围、经营方式等有所影响，加大了运营管理成本，在一段时间内对现有业务增长预期产生影响。

3、市场竞争加剧风险

社会资本大量涌入教育行业，地方品牌不断出现并逐渐向全国扩张，众多教育企业在海外上市融资扩张版图；与此同时，录播、直播、双师课堂等新模式逐渐为人们所接受，在线教育逐步兴起并快速发展。学大教育利润率较低，面临越来越高的营销成本、人工成本，存在盈利能力下降风险，以及市场份额受冲击、招生分流等风险。

4、管理团队和师资队伍流失风险

核心管理团队和骨干师资队伍对于学大教育业务的稳定经营具有重要意义，随着竞争加剧及形势的不断变化，学大教育的核心管理团队和骨干师资流失的风险也进一步增加，可能对学大教育长期稳定发展带来一定的不利影响。

5、运营成本上升风险

学大教育实施的异地扩张与现有管控能力、内控模式及人员储备可能出现不相适应的风险。受国家宏观政策因素影响，办学场地租赁及人力等成本不断增加，可能导致学大教育利润水平下降的风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,992	2,684	3,331	3,891	净利润	12	10	89	159
YoY (%)	3.4%	-10.3%	24.1%	16.8%	折旧和摊销	130	87	87	88
营业成本	2,176	1,978	2,415	2,801	营运资金变动	35	-65	272	264
营业税金及附加	15	13	16	19	经营活动现金流	249	96	496	547
销售费用	243	221	261	295	资本开支	-163	-15	-34	-37
管理费用	397	380	428	481	投资	-17	0	0	0
财务费用	81	66	55	45	投资活动现金流	-256	-37	-50	-52
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	1	0	0	0
投资收益	20	3	8	10	债务募资	75	-250	-250	-250
营业利润	48	26	128	228	筹资活动现金流	-247	-316	-305	-295
营业外收支	-5	0	0	0	现金净流量	-256	-258	140	200
利润总额	43	26	127	227	主要财务指标				
所得税	31	16	38	68	成长能力				
净利润	12	10	89	159	营业收入增长率	3.4%	-10.3%	24.1%	16.8%
归属于母公司净利润	14	12	92	164	净利润增长率	7.1%	-15.9%	688.1%	78.4%
YoY (%)	7.1%	-15.9%	688.1%	78.4%	盈利能力				
每股收益	0.14	0.12	0.96	1.71	毛利率	27.3%	26.3%	27.5%	28.0%
资产负债表 (百万元)					净利率	0.4%	0.4%	2.7%	4.1%
货币资金	818	560	701	900	总资产收益率 ROA	0.4%	0.4%	2.7%	4.5%
预付款项	50	45	55	64	净资产收益率 ROE	14.0%	10.5%	45.3%	44.7%
存货	0	0	0	0	偿债能力				
其他流动资产	590	574	607	635	流动比率	0.42	0.37	0.42	0.49
流动资产合计	1,457	1,179	1,363	1,600	速动比率	0.40	0.36	0.41	0.47
长期股权投资	29	29	29	29	现金比率	0.23	0.18	0.22	0.28
固定资产	136	112	92	74	资产负债率	97.5%	96.9%	94.4%	90.4%
无形资产	57	45	34	23	经营效率				
非流动资产合计	2,139	2,092	2,063	2,037	总资产周转率	0.83	0.82	0.97	1.07
资产合计	3,596	3,271	3,426	3,637	每股指标 (元)				
短期借款	1,650	1,400	1,150	900	每股收益	0.14	0.12	0.96	1.71
应付账款及票据	0	0	0	0	每股净资产	1.03	1.15	2.11	3.81
其他流动负债	1,842	1,757	2,072	2,374	每股经营现金流	2.59	1.00	5.16	5.68
流动负债合计	3,492	3,157	3,222	3,274	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	13	13	13	13	PE	374.86	445.65	56.55	31.69
非流动负债合计	13	13	13	13	PB	30.17	46.89	25.63	14.17
负债合计	3,505	3,170	3,235	3,287					
股本	96	96	96	96					
少数股东权益	-8	-9	-12	-17					
股东权益合计	91	101	191	350					
负债和股东权益合计	3,596	3,271	3,426	3,637					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，9年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券等，曾获得2014-2015年纺织服装行业新财富第1名团队。

何富丽：对外经济贸易大学管理学硕士、学士，CPA，2年研究经验，曾任职于国盛证券。

分析师承诺

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，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。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。