

公司研究/首次覆盖

2020年01月23日

中小市值/中小市值II

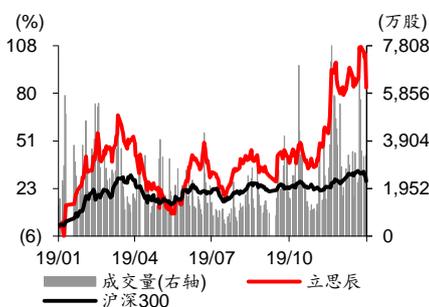
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 12.74
合理价格区间(元): 16.66~17.48

王莎莎 执业证书编号: S0570517090002
研究员 010-56793922
wangshasha@htsc.com

谢春生 执业证书编号: S0570519080006
研究员 021-29872036
xiechunsheng@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

大语文旗舰，高速增长可持续

立思辰(300010)

大语文旗舰，高速增长可持续

立思辰 2018 年收购中文未来后全面推进聚焦大语文的战略。中文未来凭借先天资源和独特商业模式，有望持续高速发展，充分享受教改带来的语文培训市场红利。预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.04/0.38/0.62 元，目标价 16.66-17.48 元，首次覆盖给予“增持”评级。

立思辰：专注大语文，战略已清晰

立思辰 2018 年通过三次收购获得大语文教育公司中文未来 100% 股权，公司正在从业务、管理和股权结构等方面全面推进聚焦大语文的战略。2018 年起公司逐步分拆大语文之外的业务。2019 年 6 月中文未来创始人窦昕担任上市公司总裁，并已成为第二大股东。公司聚焦大语文战略正逐步落地。

教改带来历史机遇，大语文培训市场空间打开

近年来的教改引导语文教育从应试向能力转变，新课标、统编教材、新高考多管齐下，强化课外阅读，加大考试难度，突出语文统领全科的基础地位。我们认为这将深刻改变语文的学习时间和学习方式，为语文培训带来历史机遇。大语文是目前市面上最契合教改方向的语文培训品类，作为素质教育品类能够有效弥补校内教育的不足；未来随着校内语文教育向新高考靠拢，大语文可能不再局限于素质教育范畴，而是紧密结合考试体系成为刚需产品，覆盖整个语文课外培训市场。据我们测算，如果未来语文参训率能够提升到和英语相当的水平，则语文培训市场规模可达千亿级别。

中文未来：独特商业模式成就持续高速增长

中文来自成立以来快速发展，截至 2019Q3 已有直营网点 144 家，加盟网点 222 家。我们认为中文未来的高速增长得益于其商业模式：1) 产品方法论契合课改方向，匹配市场需求；2) 产品化能力强，开发出从重到轻全矩阵产品，轻产品为重产品导流，形成协同效应；3) 用名师资源构建护城河，用师徒制扩大产能；4) 直营+加盟双轮驱动，进行裂变式扩张，充分利用经营杠杆。5) 用名师和轻量化产品驱动品牌营销，不做广告投放，低招生成本支撑名师高薪酬，形成良性闭环。我们认为中文未来商业模式自带的低招生成本属性是其强大的护城河，使其高速成长具有可持续性。

大语文旗舰高速增长，首次覆盖给予“买入”评级

我们预计 2019-21 年立思辰归母净利润为 0.37/3.27/5.42 亿元；EPS 为 0.04/0.38/0.62 元；其中中文未来贡献净利润为 1.34/3.55/5.58 亿元。教育培训可比公司 2020 年平均 PE 为 31 倍，考虑到中文未来行业龙头地位和较高增长速度，给予中文未来 2020 年目标 PE 38-40 倍，对应市值 134.90-142.00 亿元。除中文未来之外的资产扣除商誉之后净资产为 9.76 亿元，按 1 倍 PB 估值。合计上市公司合理市值为 144.66-151.76 亿元，对应目标价 16.66-17.48 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：教育政策风险、业绩不达预期风险、人才流失风险、上市公司战略未能有效实施风险、疫情影响线下授课风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	868.32
流通 A 股 (百万股)	726.72
52 周内股价区间 (元)	6.56-14.45
总市值 (百万元)	11,062
总资产 (百万元)	7,121
每股净资产 (元)	3.87

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,161	1,952	2,160	2,913	3,731
+/-%	14.73	(9.66)	10.62	34.89	28.06
归属母公司净利润 (百万元)	202.78	(1,393)	36.88	326.54	541.96
+/-%	(27.66)	(786.87)	102.65	785.39	65.97
EPS (元, 最新摊薄)	0.23	(1.60)	0.04	0.38	0.62
PE (倍)	54.55	(7.94)	299.95	33.88	20.41

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

核心观点	4
区别于市场的观点	4
盈利预测和投资建议	4
立思辰：专注大语文，战略已清晰	5
教改带来空前历史机遇，大语文空间打开	8
语文课改：强化阅读和能力素养	8
语文考改：突出语文基础地位，加大考试难度	9
学习时间和方式大变革，课外培训迎空前机遇	11
大语文未来空间已打开	12
中文未来：独特商业模式成就持续高速增长	15
产品方法论契合课改考改方向	15
产品化能力强，全矩阵开发形成产品协同效应	15
名师构建护城河，师徒制扩大产能	19
直营+加盟双轮驱动，进行裂变式扩张	20
低招生成本，增长可持续	20
盈利预测与估值	21
风险提示	24
PE/PB - Bands	24

图表目录

图表 1：立思辰各业务板块部分子公司业绩情况	5
图表 2：2015-1H2019 立思辰商誉期末余额净值（按业务板块划分）	5
图表 3：1H2019 立思辰商誉期末余额净值（按子公司划分）	5
图表 4：2006-9M2019 立思辰营收及同比增速	6
图表 5：2006-9M2019 立思辰归母净利润	6
图表 6：2006-9M2019 立思辰毛利率及净利率	6
图表 7：2006-9M2019 立思辰三项费用率	6
图表 8：2016-2018 立思辰营业收入（按业务拆分）	6
图表 9：窦昕历次增持情况	7
图表 10：立思辰股权结构（截至 2019.12.29）	7
图表 11：2016-2019H1 中文未来营业收入	7
图表 12：2016-2019H1 中文未来归母净利润	7
图表 13：部编版及人教版语文教材古诗文篇数及占比	8
图表 14：部编版语文教材名著导读栏目	9
图表 15：部编版语文教材单元后针对性训练	9
图表 16：新高考参与省市情况	9
图表 17：2019 年高考数学选择题	10

图表 18: 2019 年高考数学解答题	10
图表 19: 课改和考改后语文学习方式的转变	11
图表 20: 一级市场大语文赛道融资案例数 (不含全科辅导、对外汉语、成人书法) ..	12
图表 21: 大语文赛道公司/项目一览	12
图表 22: 龙之门大语文“一课四读”群文教学体系	14
图表 23: 卓越大语文课程体系	14
图表 24: 线下普通班和王者班对比 (以北京校区为例)	15
图表 25: 大语文课程体系	16
图表 26: 庖丁阅读课程体系	16
图表 27: 思晨写作课程体系	16
图表 28: 语文专项训练课程体系	16
图表 29: 立思辰大语文产品形态图谱	17
图表 30: 立思辰大语文各产品形态特点描述	18
图表 31: 诸葛学堂会员权益	18
图表 32: 抖音和喜马拉雅 APP 课程	18
图表 33: 诸葛书产品外观和闯关界面	19
图表 34: 爱奇艺大屏端课程	19
图表 35: 中文未来教师成长体系	19
图表 36: 立思辰大语文加盟服务支持体系	20
图表 37: 中文未来线下累计报名和就读人次预测	21
图表 38: 中文未来线下收款和确认收入预测	21
图表 39: 中文未来线上累计报名和就读人次预测	21
图表 40: 中文未来线上收款和确认收入预测	21
图表 41: 中文未来加盟业务和诸葛书收入预测和假设条件	22
图表 42: 中文未来分业务收入成本预测	22
图表 43: 立思辰分业务收入成本预测	23
图表 44: 教育培训可比公司估值	24
图表 45: 立思辰历史 PE-Bands	24
图表 46: 立思辰历史 PB-Bands	24

核心观点

区别于市场的观点

行业层面，市场对大语文赛道机会的理解大多停留在较宏观的层次上，缺乏精细的逻辑推理，我们从语文教材、考试内容变化的细节入手，分析了语文教育从应试到能力转变的具体思路，推演出其对语文学习时间和学习方式的影响，进而得出语文培训将迎来空前机遇的结论。我们认为大语文是目前市面上最契合教改方向的语文培训品类，作为素质教育品类能够有效弥补校内教育的不足；未来随着校内语文教育向新高考靠拢，大语文可能不再局限于素质教育范畴，而是紧密结合考试体系成为刚需产品，覆盖整个语文课外培训市场。据我们测算，如果未来语文参培率能够提升到和英语相当的水平，则语文培训市场规模可达千亿级别。

公司层面，我们认为立思辰全资子公司中文未来高速成长的秘诀在于其独特的资源禀赋和商业模式。公司拥有名师基因和较强的产品化能力。用名师树立品牌形象，用师徒制扩大师资产能；用全矩阵产品开发实现产品协同和内部导流；用直营+加盟模式快速扩张，放大经营杠杆效应；用名师和轻量化产品驱动品牌营销，由此带来的低招生成本支撑名师高薪酬，形成良性闭环。我们认为中文未来商业模式自带的低招生成本属性是其强大的护城河。

盈利预测和投资建议

我们预计立思辰 2019-2021 年分别实现营收 21.60 亿元、29.13 亿元、37.31 亿元；实现归母净利润 0.37 亿元、3.27 亿元、5.42 亿元；EPS 分别为 0.04、0.38、0.62 元。考虑到规模快速扩张可能导致管理费用率上升，我们假设中文未来 2019-2021 年净利率分别为 35%、34%、32%，则预计其净利润分别为 1.34 亿元、3.55 亿元、5.58 亿元。A 股教育培训公司 2020 年平均市盈率为 31 倍，考虑到中文未来行业龙头地位和较高增长速度，我们给予中文未来 2020 年目标 PE 38-40 倍，对应市值 134.90-142.00 亿元。2019 年半年报立思辰净资产为 34.71 亿元，商誉为 29.19 亿元，中文未来净资产为 4774 万元，商誉为 4.72 亿元，则立思辰剔除中文未来之后的净资产为 34.23 亿元，商誉为 24.47 亿元，按照谨慎性原则，我们以这部分净资产扣除商誉之后的 9.76 亿元为基础进行 1 倍 PB 估值。合计上市公司合理市值为 144.66-151.76 亿元，对应目标价 16.66-17.48 元，首次覆盖给予“增持”评级。

立思辰：专注大语文，战略已清晰

立思辰以办公信息系统解决方案业务起家，2009年上市，2011年开始探索教育信息化业务方向，2013年起通过一系列并购完成了智慧教育（合众天恒、康邦科技、敏特昭阳、跨学网）、升学服务（留学360、百年英才）和信息安全（江南信安等）业务布局，形成教育和信息安全两大业务集团。2018年2月立思辰以4.81亿元现金收购大语文培训机构中文未来51%股权，8月以1.08亿元再次收购10%股权，11月以7.02亿元收购剩余39%股权，完成对中文未来的100%控股。立思辰收购中文未来共支付12.91亿元，按照中文未来2018年实际业绩计算，收购PE为18.96倍。中文来自2018年2月开始并表。

图表1：立思辰各业务板块部分子公司业绩情况

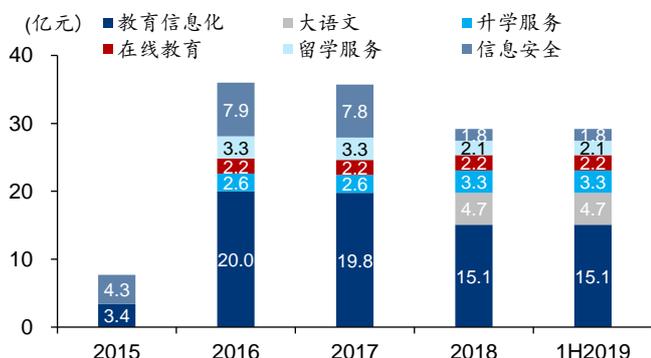
业务板块	子公司	主营业务	实际净利润（万元）				对赌净利润（万元）						
			2017	2018	1H2019	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
信息安全	江南信安	企业信息安全服务	3287.67	4049.89	未披露		2000	15-16年	15-17年	4056			
								4400	7520				
智慧教育	敏特昭阳	教育信息化学科应用	5573.97	未披露	未披露	3000	14-15年	14-16年	4752				
							6600	10920					
	康邦科技	智慧校园IT系统	12511.65	16970.35	1051.20		8000	15-16年	15-17年	17576			
								18400	31920				
	跨学网	教育信息化学科应用	2137.29	2777	未披露			1600	2080	2704	3515		
升学服务	留学360	留学咨询	3091.54	4246	1705.21			2000	3000	4200	5360		
	百年英才	高考升学服务	2161.67	3353	1512.02			1500	2100	2940	3822		
大语文	中文未来	大语文	2321.18	6809	3997.24					6000	13000	16900	21000

注：未实现业绩承诺的实际净利润用红色表示

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

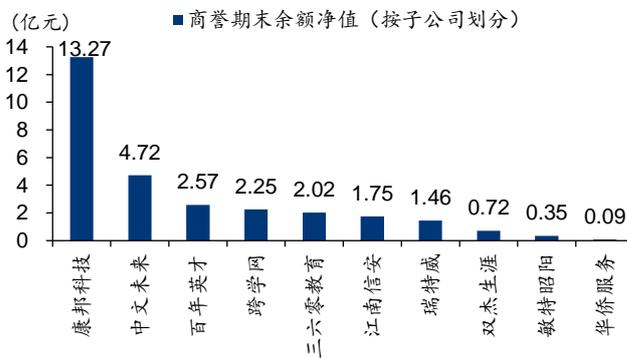
2018年立思辰实现营收19.52亿元，其中信息安全、智慧教育、升学服务、大语文分别贡献3.70/11.32/1.89/1.80亿元。由于之前并购的多家子公司面临市场环境变差、经营状况变差的情况，基于对其未来业绩的预判，2018年公司共计提商誉减值10.77亿元，这成为2018年公司归母净利润亏损13.93亿元的主要原因。2019年前三季度公司营收和净利润分别为13.25亿元和0.60亿元。2020年1月20日公司发布2019年业绩预告（未经审计），预计2019年营收约为21.60亿元，同比增长10.65%；归母净利润为0.33-0.38亿元。全年财务费用约1.15亿元，对净利润造成较大影响，而非经常性损益约为-200万元，对公司净利润无重大影响。

图表2：2015-1H2019立思辰商誉期末余额净值（按业务板块划分）



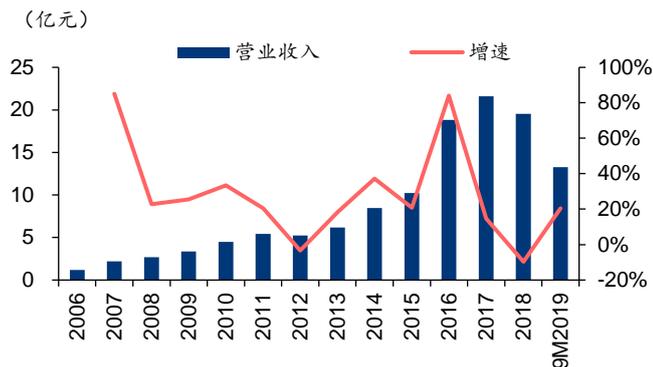
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表3：1H2019立思辰商誉期末余额净值（按子公司划分）



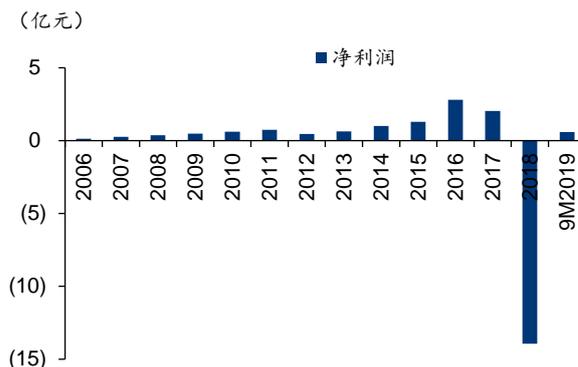
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表4：2006-9M2019 立思辰营收及同比增速



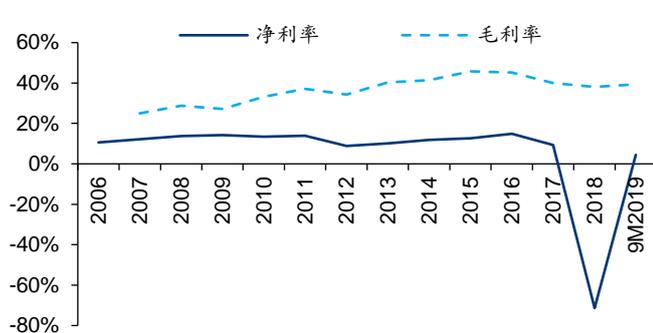
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表5：2006-9M2019 立思辰归母净利润



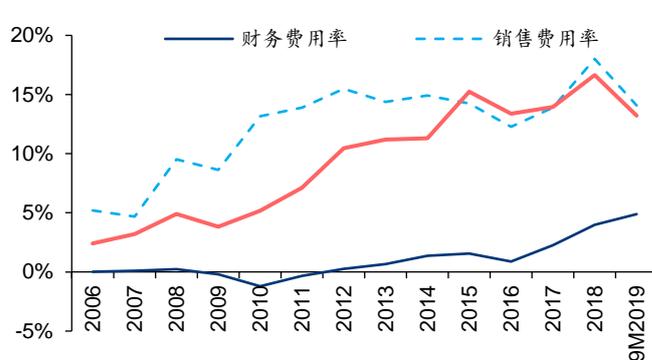
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6：2006-9M2019 立思辰毛利率及净利率



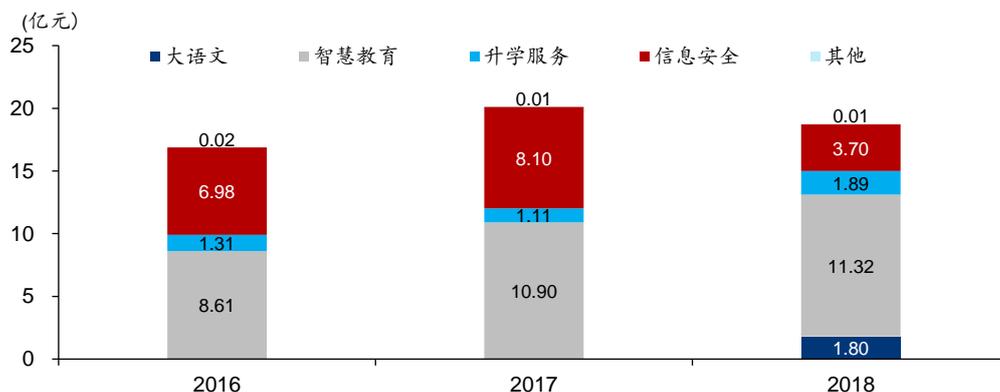
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表7：2006-9M2019 立思辰三项费用率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表8：2016-2018 立思辰营业收入（按业务拆分）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

立思辰正在从业务结构、管理架构和股权结构等方面全面推进聚焦大语文的战略。业务结构方面，立思辰已确立分拆其他业务、专注大语文的发展战略。2018年11月立思辰以管理层 MBO 的方式成功分拆六家信息安全子公司（包括计算机公司、北京祥网瑞、立思辰信息技术、从兴科技、上海友网 100% 股权，以及广州立思辰 90% 股权），共作价 5.1 亿元，标的公司 2017 净利润为 3,318.53 万元，2018 年预测净利润为 2,504.99 万元，对应静态市盈率为 15.37 倍，动态市盈率为 20.36 倍。2019 年立思辰出售了敏特昭阳 51% 股权，启动了第二次信息安全业务分拆（包括云安信息和江南信安 100% 股权）。2019 年 12 月 26 日立思辰公告拟以原股东回购的方式出售留学 360。立思辰正在陆续分拆除大语文之外的其它资产。

管理架构方面，2019年6月中文未来创始人窦昕开始担任上市公司总裁。2020年1月10日，立思辰公告原副董事长/董事周西柱、副总裁/董事雷思东、副总裁韩雪辞职，聘任中文未来总裁赵伯奇、副总裁朱雅特担任上市公司副总裁，并拟补选赵伯奇为董事。中文未来管理层已进入上市公司核心管理层。

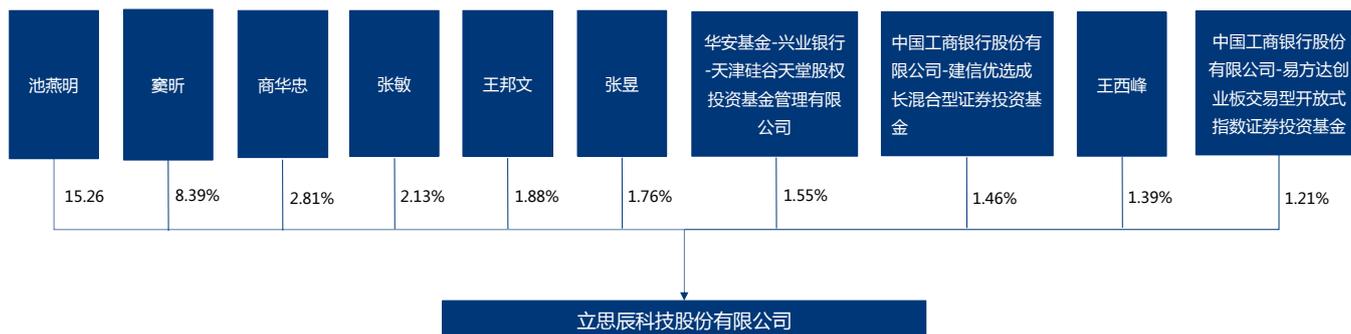
股权结构方面，窦昕已按照之前收购协议的要求在二级市场增持上市公司股票，截至2020年1月22日，窦昕持股比例为8.39%，为第二大股东；立思辰大股东池燕明持股比例从2018年底时的17.19%减持至2020年1月22日的15.26%。

图表9： 窦昕历次增持情况

增持方式	增持期间	增持均价 (元/股)	增持股数 (万股)	占总股本比例	金额 (亿元)
集中竞价	2018.04.09-2018.07.30	14.77	1008	1.16%	1.49
大宗交易	2018.08.08-2018.08.15	8.08	1355	1.56%	1.09
集中竞价	2018.11.16-2018.12.28	7.20	1979	2.28%	1.43
集中竞价	2019.07.22-2019.09.26	9.22	871	1.00%	0.80
集中竞价	2019.10.29-2019.11.11	9.95	869	1.00%	0.86
集中竞价及大宗交易	2019.11.14-2019.11.29	9.62	1206	1.39%	1.16
合计		9.38	7287	8.39%	6.84

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表10： 立思辰股权结构 (截至 2019.12.29)



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表11： 2016-2019H1 中文未来营业收入



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表12： 2016-2019H1 中文未来归母净利润



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

教改带来空前历史机遇，大语文空间打开

语文课改：强化阅读和能力素养

2001年启动的建国以来第8次中小学课改，提出“以人为本”、重视学生整体素质和身心健康发展，强调学科整合、学以致用，其中语文课改是重头戏。经过近20年的酝酿，目前语文课改已经进入落地执行阶段，主要的变化是加大语文学习广度和深度，大幅提高学生课外阅读量，回归传统文化，引导语文学习从应试向能力转变。

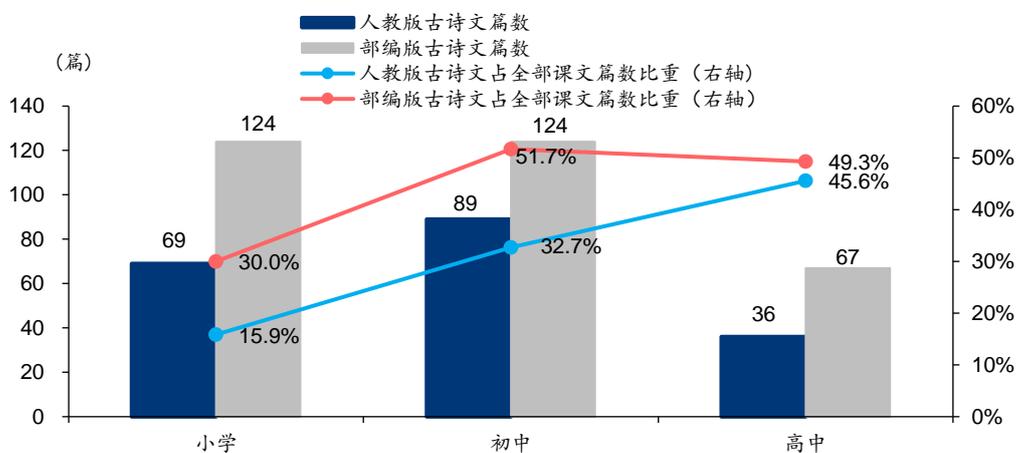
语文课改主要体现在课程标准和教材两个方面。无论是义务教育阶段还是高中阶段，都建立了新的课程标准，并在全国推广统一的新教材。

2011年教育部制定了义务教育语文新课标，规定小学阶段课外阅读总量不低于145万字，背诵优秀诗文160篇；初中阶段课外阅读总量不少于260万字，背诵优秀诗文80篇；九年课外阅读总量应在400万字以上。2017年教育部新修订的普通高中语文新课标要求学生广泛阅读各类古诗文，规定“课内阅读篇目中，中国古代优秀作品应占1/2”；将原2003年版标准中“诵读篇目的建议”改为“古诗文背诵推荐篇目”，推荐篇目数量从14篇增加到72篇。这些硬性指标的最终目的是让学生“多读书，读好书，好读书，读整本的书”，通过读书来提升学生的语文能力和素养。

教材是课程标准落地的重要抓手。过去我国教材编写和使用权下放到各地方，形成“一纲多本”的局面，教材不统一、不规范导致新课标无法落地。2017年义务教育语文教材版本有小学12种、初中8种之多，同时教材使用较为杂乱，例如北京一半以上的区县使用人教版教材，其余区县分别使用苏教版、北师大版和北京版教材。针对“一纲多本”存在的问题，教育部统一组织编写了新的统编教材。2017年秋季部编版语文教材开始在全国小学、初中起始年级统一使用，并在2019年秋季学期实现所有年级“全覆盖”。2019年秋季学期部编版高中语文教材率先在北京、上海、天津、辽宁、山东、海南六个省市投入使用。据2019年6月国务院发布的《关于新时代推进普通高中育人方式改革的指导意见》，2022年前全国普通高中将全面使用新教材。

为实现新课标的要求，部编版语文教材在选文、单元结构等方面都有很大变化，处处落脚在提升语文能力和素养上。选文方面，部编版教材增加了古诗文和经典课文，减少了缺少沉淀的“时文”。小学课文几乎换了三分之二；初中古诗文的体裁更加多样，从古风、民歌到律诗、绝句、词曲，从两汉论文到唐宋古文、明清小品，均有收录；高中教材还史无前例开设了《乡土中国》、《红楼梦》整本书阅读单元。选文变化体现了向传统文化的回归。

图表13：部编版及人教版语文教材古诗文篇数及占比



资料来源：部编版及人教版语文教材、华泰证券研究所

单元结构方面，部编版教材围绕核心素养，注重扩大课外阅读量和具体学习方法的指导。当前语文教学存在两大问题：一是“两多一少”（精读精讲太多，反复操练太多，学生读书太少）；二是教学随意性强。针对第一个问题，新教材注重课外阅读，小学一年级安排“和大人一起读”栏目，高年级和初中增加“名著导读”、“古典诗文诵读”等栏目，高中增加整本书阅读单元，构成“教读”、“自读”、“课外导读”三位一体的教学体系。针对第二个问题，新教材在每个单元开头增加单元导语，在单元后面安排针对性训练，在综合性学习、写作、名著选读等栏目中增加学习方法和训练目标的提示，将“语文核心素养”的各种基本要素由浅入深地体现在具体的指导之中。这种设计能够有效克服过去由于教材指导笼统模糊而导致的教学随意性问题，有利于将新课标的目标达成落到实处。

图表14：部编版语文教材名著导读栏目

名著导读

《西游记》：精读和跳读

动物世界，儿童的嬉戏性、天真的童心与非逻辑的想象，这一切形成了弥散在《西游记》中的童话的气氛。也正是在这样一种气氛中，孙悟空才得以那么左右逢源，如鱼得水，充分地发挥他传奇性的英雄性格与特征，并且将他性格形象的精神内涵推向了最完美的高度。

——林庚

我少年时读之，老年也读之，越读越觉得有味道，真是百读不厌，我把它看成一部人生教科书……它给人以大眼光、大境界、大智慧、大触动。

——贾桂芳

对《西游记》，同学们应该不陌生吧？这部中国古典文学名著流传很广，曾多次被拍成电影、电视剧，甚至被改编成电子游戏。你接触过那些改编作品吗？喜欢吗？这是一部很有趣的书，鲁迅先生称之为“神魔小说”，林庚先生称之为“童心之作”，是中国古典文学中最富想象力的作品之一。小说围绕唐僧、孙悟空、猪八戒、沙僧师徒前往西天取经的主线，写了许多降妖除魔的故事。各路神佛妖魔在天上地下、龙宫冥府、山林湖海，尽情地施展各自神通，如孙悟空就有七十二变、火眼金睛、筋斗云等超凡能力，其他神妖如猪八戒、二郎神、牛魔王、红孩儿等也都各有所长，读来令人兴趣盎然。

资料来源：部编版语文教材七年级上册、华泰证券研究所

图表15：部编版语文教材单元后针对性训练

语文园地

交流平台

我发现本单元的课文都是写事物的，或蕴含着作者浓浓的感情，或引发了作者深深的思考。

就像琦君笔下的桂花雨，不仅带给她许多童年的快乐回忆，也寄托了她浓浓的思乡之情，使我很受感动。

《落花生》中，作者借花生朴实无华、用处很多的特点，来说明做人的道理，也让我深受启发。

词句段运用

- 谈下面的句子，体会它们在描写事物的方法上有什么相似之处。
 - 它的果实埋在地里，不像桃子、石榴、苹果那样，把鲜红嫩绿的果实高高地挂在枝头上，使人一见就生爱慕之心。
 - （白鹭）色素的配合，身段的大小，一切都合适宜。白鹤太大而嫌生硬，即使如粉红的朱鹭或灰色的苍鹭，也觉得大了一些，而且太不寻常了。
 - 青、红的瓜，碧绿的藤和叶，构成了一道别有风趣的装饰，比那高楼门前蹲着一对石狮子或是竖着两根大旗杆，可爱多了。

资料来源：部编版语文教材五年级上册、华泰证券研究所

我们认为本轮语文课改历经多年，跨越了社会上的“文理”之争、“增负”之争以及地方教材出版业的利益之争，体现了国家的意志和决心，有望对语文教育产生广泛、深刻、持久的影响。

语文考改：突出语文基础地位，加大考试难度

高考作为指挥棒是课改落地的终极保证。伴随语文课改高考语文改革也在同步进行中。

2014年9月，国务院发布《国务院关于深化考试招生制度改革的实施意见》（简称《意见》），提出到2020年基本建立中国特色现代教育考试招生制度（即新高考），并从2015年起增加使用全国卷的省份。目前全国已有三批14个省市启动新高考改革。2019年高考除浙江、上海、北京、天津、海南、江苏6省市外均使用全国卷。

图表16：新高考参与省市情况

批次	参与地区	启动时间	首次新高考实施时间
第一批	浙江、上海	2014年秋	2017年
第二批	北京、天津、山东、海南	2017年秋	2020年
第三批	广东、江苏、湖南、湖北、河北、重庆、辽宁、福建	2018年秋	2021年

资料来源：教育部、华泰证券研究所

新高考的特点是取消文理分科，实行 3+3 模式。三大主科中数学命题难度下降，英语一年两考，而语文的广度和难度提升，更加突出语文的基础性地位。2019 年高考全国卷数学、理化等理科考题为了创设真实情境中的现实问题，大幅增加了题目篇幅，对学生阅读理解能力和阅读速度提出了很高要求，即考理科的同时也在考语文，充分体现出语文统领全科的基础性地位。

图表 17：2019 年高考数学选择题

4. 2019 年 1 月 3 日嫦娥四号探测器成功实现人类历史上首次月球背面软着陆，我国航天事业取得又一重大成就，实现月球背面软着陆需要解决的一个关键技术问题是地面与探测器的通讯联系。为解决这个问题，发射了嫦娥四号中继星“鹊桥”，鹊桥沿着围绕地月拉格朗日 L_2 点的轨道运行。 L_2 点是平衡点，位于地月连线的延长线上。设地球质量为 M_1 ，月球质量为 M_2 ，地月距离为 R ， L_2 点到月球的距离为 r ，根据牛顿运动定律和万有引力定律， r 满足方程：

$$\frac{M_1}{(R+r)^2} + \frac{M_2}{r^2} = (R+r) \frac{M_1}{R^3}.$$

设 $\alpha = \frac{r}{R}$ ，由于 α 的值很小，因此在近似计算中 $\frac{3\alpha^3 + 3\alpha^4 + \alpha^5}{(1+\alpha)^2} \approx 3\alpha^3$ ，则 r 的近似

值为

- A. $\sqrt{\frac{M_2}{M_1}}R$ B. $\sqrt{\frac{M_2}{2M_1}}R$ C. $\sqrt{\frac{3M_2}{M_1}}R$ D. $\sqrt{\frac{M_2}{3M_1}}R$

资料来源：2019 年高考数学全国 II 卷真题、华泰证券研究所

图表 18：2019 年高考数学解答题

21. (12 分)

为了治疗某种疾病，研制了甲、乙两种新药，希望知道哪种新药更有效，为此进行动物试验。试验方案如下：每一轮选取两只白鼠对药效进行对比试验。对于两只白鼠，随机选一只施以甲药，另一只施以乙药。一轮的治疗结果得出后，再安排下一轮试验。当其中一种药治愈的白鼠比另一种药治愈的白鼠多 4 只时，就停止试验，并认为治愈只数多的药更有效。为了方便描述问题，约定：对于每轮试验，若施以甲药的白鼠治愈且施以乙药的白鼠未治愈则甲药得 1 分，乙药得 -1 分；若施以乙药的白鼠治愈且施以甲药的白鼠未治愈则乙药得 1 分，甲药得 -1 分；若都治愈或都未治愈则两种药均得 0 分。甲、乙两种药的治愈率分别记为 α 和 β ，一轮试验中甲药的得分记为 X 。

(1) 求 X 的分布列；

(2) 若甲药、乙药在试验开始时都赋予 4 分， $p_i (i=0,1,\dots,8)$ 表示“甲药的累计得分为 i 时，最终认为甲药比乙药更有效”的概率，则 $p_0=0, p_8=1, p_i = ap_{i-1} + bp_i + cp_{i+1}$

($i=1,2,\dots,7$)，其中 $a=P(X=-1), b=P(X=0), c=P(X=1)$ 。假设 $\alpha=0.5, \beta=0.8$ 。

(i) 证明： $\{p_{i+1}-p_i\} (i=0,1,2,\dots,7)$ 为等比数列；

(ii) 求 p_4 ，并根据 p_4 的值解释这种试验方案的合理性。

资料来源：2019 年高考数学全国 I 卷真题、华泰证券研究所

高考语文最大的变化是从过去考察应试技巧向考察语文能力和素养转变，2017 年以来的全国卷和部分省市自主命题试卷已经体现出这一趋势。过去语文高考题偏重记忆和技巧，考察不出语文能力和素养，导致学生不读原著只做题。新高考语文命题要求体现语文核心素养（包括“语言的建构和运用”、“思维的发展和提升”、“审美的鉴赏和创造”以及“文化的理解和传承”四个方面），在题量和内容范围、试卷结构和题型、考察能力等方面都有很大变化。

1) 题量和内容范围方面：高考语文命题越来越注重阅读量和阅读速度。2013 年全国卷语文卷面大概有 6000-7000 字，2018 年达到 8000-10000 字，2019 年超过 10000 字。命题范围大大扩展，广泛涉及哲学、历史、科技、社会、经济、时政等，加强了对课外阅读面和阅读品味的考察。文言文难度和分数占比加大，更加注重理解和鉴赏，还增加了对古代文化常识的考查。这些变化对学生平时的阅读积累有很高要求。

2) 试卷结构和题型方面：2017-2019 年全国卷重点考察学生的阅读和写作能力，现代文阅读、古诗文阅读、语言文字运用和作文分别占 35 分、35 分、20 分、60 分。其中语言文字运用也是放在阅读题中考察。题型方面主观题增加，客观题减少；更加注重综合性，创设真实情境、与现实生活紧密关联；注重题目之间关联性，从一个（组）材料中同时引发五六个题，将阅读、写作结合起来，在同一个语境中去解决词语、名句填写、文学常识、内容理解辨析等问题。这些变化使得过去单纯靠背诵记忆和做题技巧训练来应对高考的学习方式没有了用武之地，平时的阅读积累不可或缺。

3) 考察能力方面：重在考察学生的信息筛选能力和逻辑思辨能力。例如在阅读材料中引入较多概念和信息，考察学生排除干扰、抓住核心信息的能力；阅读中采用“非连续文本”，给一组观点并不连贯，甚至彼此相左的材料，让考生去辨识、归纳和发挥，或者采用考察思辨能力的哲学文章。这要求学生平时不仅要大量阅读，还要在阅读中注意思考。

语文考改与课改相配合，将课改强调的能力素养考察出来，有力保证了课改的执行。目前高考指挥棒的倒逼作用已经在部分地区的中考中有所体现，例如 2015 年起湖南长沙中考语文分值增加 30 分至 150 分，深圳 2020 年中考语文分值将从 100 分增至 120 分，体现出各地方为了适应新高考而做出的积极改变。

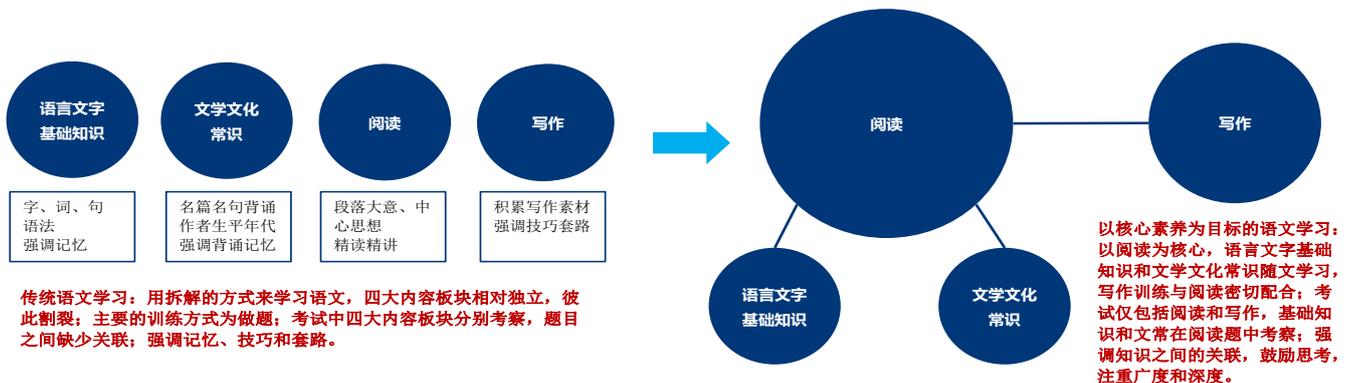
学习时间和方式大变革，课外培训迎空前机遇

我们认为语文课改和考改配合之下，语文学习时间和学习方式可能出现重大变化。

课改前语文虽然是三大主科之一，却是典型的弱势学科。这是因为过去语文考试区分度低，课外阅读与大量“刷题”对提分的作用都不明显，使得语文学习“性价比”较低，学生更愿意将时间投入到其他学科。而新高考语文考试区分度大幅增加，着重考察课外阅读积累，同时数学、英语难度下降，这势必导致学生大幅增加语文学习和课外阅读的时间。由于中学阶段学习压力更大，我们认为对语文学习和课外阅读的重视会提前到学习压力相对较小的小学阶段，这也符合新课标对小学语文教育的要求。

除了学习时间变长，我们认为语文学习的方式也会发生重大变化。语文学习的四大板块包括语言文字基础知识、文学文化常识、阅读、写作，传统语文教学的思路是把这四个部分拆解开来，从字、词、句、段再到篇章，进行精读精讲、反复操练，用做题代替阅读，学生难以产生兴趣，也无法领略语言文化的全貌。课改和考改引导语文学习方式向提高核心素养的方向转变，以海量阅读为核心，注重经典阅读、整本书阅读，勤思考和练笔，联系社会实际，让课堂教学多向课外延伸。

图表 19： 课改和考改后语文学习方式的转变



资料来源：《温儒敏：“部编本”语文教材的编写理念、特色与使用建议》、华泰证券研究所

我们认为语文学习时间和方式的改变将带来课外培训的空前机遇。主要逻辑如下：1) 学生语文学习时间延长，课外阅读量加大，家长普遍缺乏阅读指导能力，对培训辅导的需求增强。2) 体制内学校教育惯性较强，创新能力弱，需要较长的时间适应新教材和新高考；而市场化的培训机构更加灵活，有较强的产品创新能力，找到解决方案的速度更快，在过渡期相对于学校教育有较强相对优势。3) 语文学习个性化程度高，考试难度加大后又成为拉分学科，竞争性变强，学校班级教育难以满足学生个性化需求，而培训机构的小班教学、多样化产品、个性化服务能够满足这种需求。4) 新课标、教材、高考全国统一趋势下，全国中小学生形成统一的新需求，有利于降低培训服务本地化的难度，为培训机构开发标准化产品和全国扩张提供有利条件。

基于上述逻辑，我们推断语文培训市场未来可能有如下变化趋势：

1) 语文培训刚需程度提升，参培率显著提升，未来在培训规模上可能追上甚至超越数学、英语学科。北大教育财政所 2017 年进行的调查统计显示，2017 年全国中小学生课外培训市场规模约为 4585 亿元，其中学科类课外培训市场规模约为 3369 亿元。艾瑞咨询 2017 年进行的调查统计显示，在两年内孩子参加过课外辅导的 K12 家庭中，参加英语、数学、语文、物理化学生物、政治地理历史培训的比例分别为 81.4%、46.9%、22.0%、10.0%、1.6%。如果假设 2017 年这五大类学科的市场份额与艾瑞咨询统计的参培率有相同的比例关系，则可推算出 2017 年英语、数学、语文课外培训的市场规模大约 1694 亿元、976 亿元、458 亿元。相比英语和数学，语文学科的市场规模仍有较大的提升空间，如果未来语文参培率能够提升到和英语参培率相当的水平，则语文培训市场规模可能达到千亿级别。

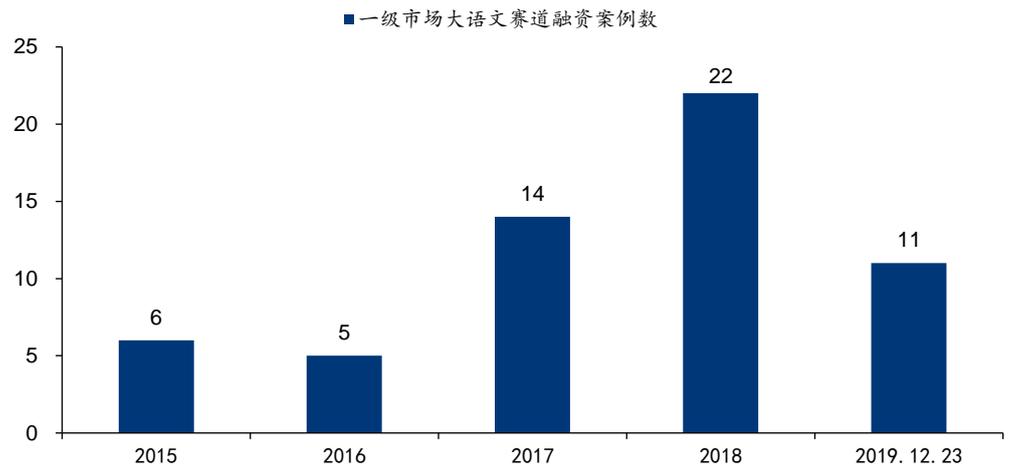
2) 语文头部机构市场占有率提升。面对课改和考改市场需要新的语文培训产品，而语文学科的特点是知识点松散，关联度差，难以体系化和标准化，产品研发难度非常大。头部机构拥有较好的人才资源，在产品研发上更有优势。同时，新课改和新高考全国统一，也有利于头部机构的产品向全国推广。面对统一的新市场，产品研发能力强的机构有可能产生先发优势，并通过快速复制迅速占领全国市场，获得较高的市场占有率。

大语文未来空间已打开

课改之前，语文课外培训的市场供给形态可分为应试类（学科语文）和素质类（泛语文）两大类。应试类主要为校内语文的同步辅导和强化，包括综合课程和阅读、写作专项训练等，课程内容主要围绕考试来构建，是语文培训的主流形态。素质类包括课外分级阅读、创意写作、书法、国学等细分品类，相对小众，属于素质教育的范畴。

伴随着课改和考改落地，2017年起教育行业内掀起了大语文热。大语文是指以提高核心素养为目标，将语文教育扩展到文学、历史、文化和社会生活，从认知、技能、情感、态度和价值观念等方面全面系统地培养学生综合素质的一种全新的语文教育形态。大语文的“大”字突显了这种教育的全面性、综合性、开放性，与传统语文教育拆解式、机械式、套路式的学习方法形成了鲜明对比。2017、2018年是国内教培行业大语文爆发的两年，一级市场大语文项目融资案例分别达到14个、22个，头部机构纷纷进入布局，大语文这一新兴赛道迅速壮大。

图表20：一级市场大语文赛道融资案例数（不含全科辅导、对外汉语、成人书法）



资料来源：IT桔子、华泰证券研究所

图表21：大语文赛道公司/项目一览

公司/项目	成立时间	母公司/投资方	主要产品形态	商业模式
初创大语文培训公司	中文未来 2015.5	立思辰	综合课程（线下：大语文、庖丁阅读、思晨写作，线上：名师精讲、专项训练）	线下；线上：大班直播、录播
云舒写	2015.3	高瓴资本、卓砾资本	综合课程（基础积累课、阅读/写作系统运用课、整本书阅读课程、语文核心素养直播课）	线上：在线小班、直播大班
派知语文	2016.6	科大讯飞	综合课程（练字课、名著阅读、作文批改）	线上：录播
河小象	2017.5	创新工场、BAI、好未来	综合课程（写字课、每日古诗文、同步写作、经典名著阅读力、古诗词朗读课等轻课）	线上：录播
少年得到	2018.4	华创资本、光大控股新 经济基金、峰瑞资本、光源资本、紫牛基金	综合课程（学科课程、有声书、名著精讲、行业视野课，APP）	线上：录播+直播
方体语文	2017.8	真格基金	综合课程（读写能力、大语文素养拓展）	线上：直播、双师；20人左右小班
子曰语文	2017.10	九合创投、元璟资本	综合课程	线上：直播、双师；6~10人小班
一起学语文	2017.10	易合资本、清源创投	综合课程（看图绘话课、读写启蒙、阅读作文课）	线上：录播；线下

	柠檬悦读	2015.9	深圳市小柠檬教育科技有限公司/未披露	分级阅读 (柠檬阅读器, 柠檬悦读 APP)	产品; 线上
	考拉阅读	2016.9	启明创投、GGV 纪源资本、华人文化产业投资基金、XVC 创投	分级阅读 (考拉阅读 APP)	线上
	蜂蜜阅读	2018.2	北京蜂蜜阅读教育科技有限公司/未披露	分级阅读 (阅读日课、主题小课程、全学科分级阅读课)	线上
	咿啦看书	2009.12	青松基金, 启赋资本, 威创股份	分级阅读 (Funbook 阅读器, 咿啦看书 APP)	产品; 线上
	悦读家园	2014.7	中广投资、中科招商	分级阅读 (悦读家园 APP)	线上
	作文纸条	2017.9	熊猫资本、微光创投、正念资本	写作课程 (作文素材, 作文纸条 APP)	线上
	快哉学堂	2015.6	北极光创投	写作课程 (作文培优班、作文公开课)	线上
	十二公里作文	2015.8	SIG 海纳亚洲创投基金、IDG 资本、华兴资本	写作课程 (作文范文、作文讲评、写作素材, 网站)	线上
	点津作文	2015.1	佳一教育	写作课程	线下
	凯叔讲故事	2013.3	百度、新东方、好未来、坤言资本	诗词故事 (哄睡故事、日常故事、传统故事、名著故事, 凯叔讲故事 APP)	线上
	婷婷唱古文	2016.1	天图资本、北极光创投、德商资本	诗词故事 (婷婷唱古文、诗教、讲成语、三字经, 网站)	线上
传统	学而思大语文	2018.3	好未来	综合课程 (同步课、专题课、素养课)	线上: 直播、双师
K12 培 训公司	沪江大语文	2014.4	沪江教育	综合课程 ("大语文" 课件课、"爱语文" 直播课)	线上: 录播+直播答疑
	龙之门大语文	2018.5	四中网校/巛道投资、鼎晖投资	综合课程 (语文能力与素养、国际中文、游学)	线上: 直播、双师; 线下学)
	御夫子大语文	2018.8	大山教育	综合课程 (培优班、在线精品课、1 对 1)	线下: 小班教学; 线上: 录播+直播课
	思泉语文	2009	高思教育	综合课程 (大语文课培优班、大语文素养班、读写体系)	线下; 线上: 双师
	心田花开	2013	成都心田花开教育咨询有限公司	综合课程 (情商语文班、书法班)	线下; 线上: 直播+录播
	卓越大语文	2014.7	卓越教育	综合课程 (翰林班、经纶班)	线下; 线上: 直播+录播、双师
	新东方大语文	2018.7	新东方	综合课程 (泡泡少儿、文学、写作、国学)	线下
	小桔灯教育	2004	武汉小桔灯教育管理有限责任公司	综合课程 (小桔灯作文、憨豆豆阅读、俏俏笔趣味写字)	线下
	亲近母语	2010.4	禹闾资本	分级阅读 (亲近母语学堂、夏令营)	线下
	开心作文	1999	开心教育	写作课程	线下
	阳光喔	2007.4	富德资本	写作课程	线下
	海伊教育	2011.2	海伊教育	写作课程	线下
	秦汉胡同	2004.12	一村资本、沪江投资、苏州汇利华	国学 (书法、篆刻、国画、围棋、古筝、古琴等课程)	线下
	童学文化	2008.6	童学文化/天风天睿、颂大教育	国学 (童学馆、汉蕴堂, 童仁公司幼儿园园所服务、童格公司幼师职教)	线下
其他赛	VIPJr 语文课程	2018.8	iTutorGroup	综合课程 (培优课程、博雅课程)	线上: 直播+录播
道切入 的公司	腾讯企鹅辅导大语文	2019.1	腾讯	综合课程 (系统课、专业课)	线上: 直播、双师;
	方唐文学	2019.6	腾跃校长在线	综合课程 (国学启蒙、绘本阅读、阅读/写作课程)	线下; 线上: 录播+直播、双师

资料来源: 各品牌官网、华泰证券研究所

从服务内容上看，目前大语文赛道的供给形态可大致为分三大类：1）一是拥有完整的内容、教研、服务体系，以综合课程为主要服务形态的大语文培训机构，其中又包括主打大语文产品的初创型公司（如中文未来）、传统 K12 培训机构（如学而思大语文、龙之门大语文）、从其他赛道切入大语文的公司（如企鹅辅导大语文）等几类；2）二是主打某种专项训练课程的培训机构，包括分级阅读（如考拉阅读）、写作课程（如点津作文）、国学课程（如童学文化）等，这类机构大多由过去的泛语文类素质教育机构迭代升级而来；3）三是以音视频内容产品分发为主要服务形态的互联网公司，主要满足低龄儿童在家庭场景里利用碎片化时间听诗词、故事的需求（如凯叔讲故事）。

目前的大语文赛道在行业内仍被划分到素质教育的范畴，与学科语文有明显的区别。原因是目前的大语文产品均自成体系，与校内的教学、考试体系没有直接关联起来。这样做的优点是规避了教研教学本地化问题，容易向全国复制推广，同时不与考试挂钩的素质教育定位也有利于规避政策风险。缺点是从考试提分的角度看针对性不强，短期内培训效果不明显，对于提分诉求强烈的学生和升学年级学生的吸引力不强。

图表22：龙之门大语文“一课四读”群文教学体系



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

图表23：卓越大语文课程体系



资料来源：搜狐教育、华泰证券研究所

我们认为大语文目前的产品形态是大语文发展初期阶段的必然选择和最优选择。这是因为在课改和考改刚刚开始落地的阶段，校内教研教学仍然处于学习、摸索阶段，需要经过相当长的时间才能形成新的体系，在这一过程中，校内教育的内容、方式、学情都会发生很大变化，而培训机构很难基于变化中的校内教育来做针对性强的课外培训产品研发，因此自成体系的大语文产品就成了过渡期的选择。我们认为现阶段的大语文产品是当下的最优解决方案，在培养学生阅读兴趣、扩大阅读量、积累文学文化常识等方面能够有效弥补校内教育的不足。同时大语文也能够反哺和加速校内语文的变革，事实上目前已有多家大语文机构开辟了 2B 业务。我们认为未来随着校内语文教育向新高考靠拢，传统学科语文培训和大语文可能会逐渐趋于融合，大语文不再局限于素质教育范畴，而是成为紧密结合考试体系的刚需产品，覆盖整个语文课外培训市场。

中文未来：独特商业模式成就持续高速增长

中文未来创始人窦昕是国内大语文教育领军者之一，早在 2008 年即开始研发大语文课程体系，产品先后应用于巨人教育、高思教育、学而思的语文培训中，2016 年创立中文未来，公司迅猛发展，截至 2019 年 9 月 30 日已有直营网点 144 家，加盟网点 222 家。

产品方法论契合课改考改方向

中文未来大语文在产品方法论上立意高远，主张通过学习最优秀的经典作品来全面提升学生的能力和素养，具体包括三个核心理念：知人论世、三度纠缠、文海锚桩。

“知人论世”出自《孟子》，意思是为了正确理解古人的作品，应当了解写诗著书的人的经历和他们所处的时代背景。“知人论世”对后世影响深远，成为传统文学批评的重要方法。公司大语文课程在介绍文学作品时，都会从时代背景和作者生平开始讲起，让学生与作者共情，才能更好地理解文学作品。

三度纠缠是指在讲解文学作品时，将古代的和现代的、国内的和国外的、素养的和提分的结合在一起。前两个“纠缠”用来降低理解难度，增加趣味性。例如说苏轼是一个“吃货”，海明威和老舍出生在同一年等。后一个“纠缠”是用阅读积累来实现考试提分的目的，这在课改和考改之后变得更容易实现。

文海锚桩是指以文学史为脉络，把古今中外名家名作全部集合起来，来搭建一套语文体系和框架，学生学完后就能在脑中形成一个关于文学、历史、文化的完整地图，并初步掌握阅读、鉴赏和创作技巧，为日后的学习成长打下基础。

我们认为公司大语文产品的方法论与课改和考改高度契合，在未来语文教育的持续变革中，有望获得长久的生命力。

产品化能力强，全矩阵开发形成产品协同效应

公司拥有较强的产品化能力，产品体系丰富程度领先同行。公司产品内容体系以语文为核心，主线为大语文课程，辅线为庖丁阅读、思晨写作这两个提分课程，此外还有语文专项训练课程。大语文、庖丁阅读、思晨写作都有线下面授和线上大班直播两种授课形态，线下面授分为普通班和王者班两类班型。专项训练课程主要在线上，有直播、录播等多种形态，内容丰富多样，包括文言文、古诗词、名著精读、语文基础等。

除了语文课程，公司在北京还孵化出纳约数学、大英语、理科前线等其它学科产品。开发这些学科主要是为了丰富公司线下门店的产品线，实现和语文学科的互相导流，更好地留存生源。这些学科采用名师工作室合作模式，主打名师，规模不会大规模扩张。

图表 24：线下普通班和王者班对比（以北京校区为例）

	普通班	王者班
班级人数	20-25 人	小学 30 人、初中 35 人
覆盖年级	1-9 年级	3-9 年级
学费	120 元/小时	26800 元/年
课程时长	一年级 1.5 小时，二、三年级 2 小时，四年级及以上 2.5 小时	2.5 小时
课程周期	春季班、秋季班各 16 次课，寒假 8 次课，暑假 12 次课，一年共 52 次课。（两个班型一样）	
课时单价	120 元	206 元
师资	两位老师（一师一徒），分别讲授中国文学、外国文学。如要上阅读、写作课需另外报班。	四位老师，分别讲授中国文学、外国文学、庖丁阅读、思晨写作

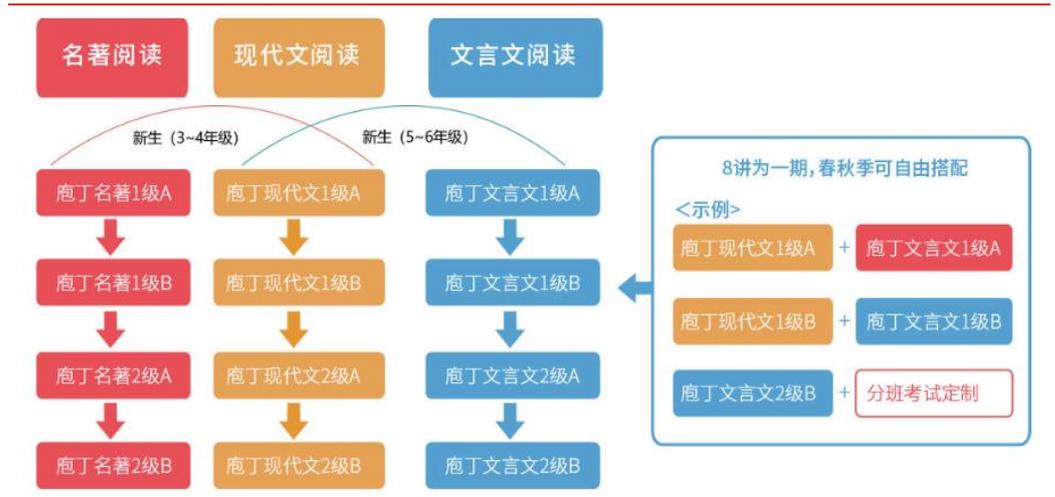
资料来源：校区实地调研、华泰证券研究所

图表25：大语文课程体系



资料来源：立思辰大语文官网、华泰证券研究所

图表26：庖丁阅读课程体系



资料来源：立思辰大语文官网、华泰证券研究所

图表27：思展写作课程体系



资料来源：立思辰大语文官网、华泰证券研究所

图表28：语文专项训练课程体系

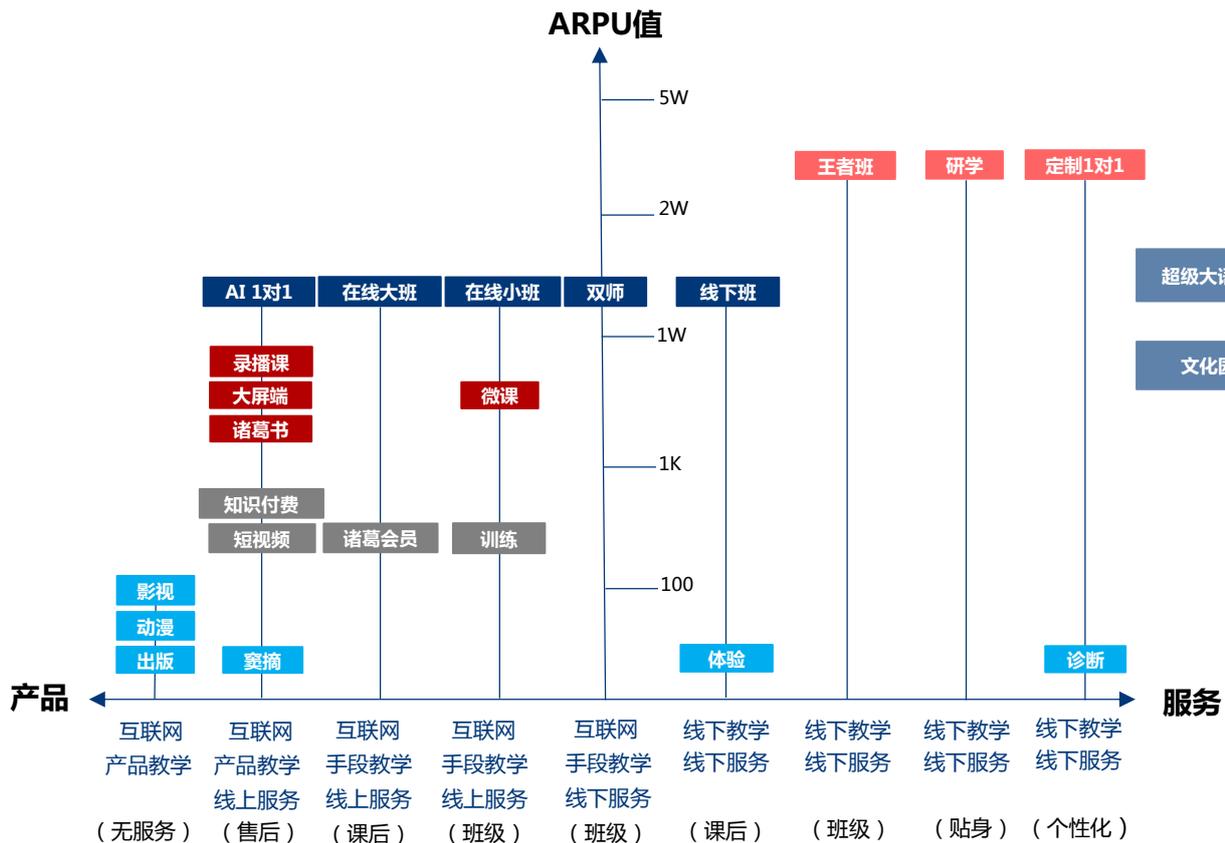


资料来源：诸葛学堂公众号、华泰证券研究所

在线下面授和线上直播这两种基本的产品形态之上，2019年公司在做重（服务化）和做轻（产品化）两个方向上，以及不同的ARPU值区段上，又开发出众多新的产品形态，几乎覆盖了目前教培行业所有的主流产品形态。我们认为这种全矩阵式的产品开发模式有两个方面的好处：一是覆盖更广泛的人群，不同地域、不同学习需求、不同家庭收入水平的学生以及家长，乃至社会大众都可以找到适合自己需求的产品，这样能够充分利用和变现公司研发的内容，迅速做大公司规模；二是通过轻量化的线上产品可以快速触达更广泛的人群，宣传公司品牌和产品，为线下导流，我们认为这在消费者品牌认知尚未建立的新赛道开拓阶段有非常重要的意义。

通常K12教培公司都会专注于某一种或少数几种产品形态，像中文未来这样进行全矩阵产品开发的较为少见。我们认为这主要是和语文的学科特点有关。语文知识博大精深，没有边界，同时知识点之间逻辑关系松散，不像数学、英语、理化那样有很强的进阶性，单个知识点离开了体系就没有意义。因此语文较容易开发出轻量化的产品，可以根据一个主题、一部作品做出短小精悍的产品，例如红楼梦精讲、唐诗宋词精讲、人物描写技巧等。另外，语文产品有天然的亲民性，容易理解，趣味性强，一个轻量化产品就可以实现与消费者的沟通与共情，让消费者在短时间内就可以对产品形成喜好。而数学、英语、理化等学科需要消费者长时间的体验和效果验证才能够对产品做出判断。我们认为公司的产品线打法充分利用了语文的这种特点和优势。

图表29：立思辰大语文产品形态图谱



资料来源：中文未来大语文团队、华泰证券研究所

图表30： 立思辰大语文各产品形态特点描述

	产品形态	特点描述
逐渐服务化/重化	线下班	最传统的模式，偏服务化，ARPU值1万到2万之间。
	体验班	和线下班服务化程度一样，用于引流，价格低。
	王者班	一线ARPU值26800元，是目前大语文赛道收费最高的班型，配备了最好的老师和服务，不仅针对课后，对班级整体的服务也更为侧重。
逐渐产品化/轻量化 (高ARPU值)	研学	与凯撒旅游联手，打通游学研学产业闭环。提供贴身服务。
	定制一对一	提供个性化服务，ARPU值高，服务化程度更高，但规模化较难。
	诊断	纯服务，一般100元以下，收费低，用于引流。
	双师模式	介于服务化和产品化中间的模式。仍属于线下场景，但教学变成了线上。相比纯线下教学更易标准化、规模化。主要适用于向非一线城市线下扩张时解决优秀师资不足问题。
逐渐产品化/轻量化 (低ARPU值)	在线小班	又称在线双师，8至10人小班，主讲老师面对几百个学生，每个小班一个班主任。ARPU值每年1-2万。
	在线大班	上千人同期在线，班级规模很大，也叫“超级大班”。适合做名师课，单课程ARPU值可达近万元。
	AI 1对1	当教育逐渐AI化，规模化效应、产业化效应会愈发明显。（目前还未实现）
	微课	是一种录播课+服务的模式，比在线小班价格低，市场和在线小班没有区别。
	录播课、大屏端、 诸葛书	录播课：利润率高，缺陷在于容易盗版。大屏端：精品化，是近两年的重要的发展方向，和爱奇艺、百视通合作。诸葛书阅读家教机：和掌阅合作的电子阅读器，解决中小学生学习名著阅读痛点，设置阅读目标，分解阅读任务，按章节设计游戏通关环节。需求量大，供不应求。
	训练营	群内打卡。
	诸葛会员	诸葛学堂明星产品，提供与部编版教材配套的校内课文解读、校外扩展、作文讲解和批阅。价格500元一年。
综合化	知识付费、 短视频	知识付费：和喜马拉雅合作，双十一赛神带文言文课程排在喜马拉雅常识付费排行榜第八名。短视频：和抖音合作，自营教育类账号，800万粉丝，10亿次播放量。ARPU值低，一门课300元左右。
	文摘	每日分享名人文摘。
泛文化	超级大语文	王者班与研学相结合，VIP服务，超高ARPU值
	文化园	打造沉浸式古代文化体验，AR、VR相结合，立体投影，让人身临其境
泛文化	影视、动漫、出版	大语文与泛文化相结合，开发多种类型文化产品，覆盖社会大众，提升大众文化素养，让文学文化成为社会潮流。与国家推广全民阅读、提升文化自信的政策导向相一致。

资料来源：公司官网、华泰证券研究所

图表31： 诸葛学堂会员权益



资料来源：诸葛学堂官网、华泰证券研究所

图表32： 抖音和喜马拉雅 APP 课程



资料来源：抖音、喜马拉雅、华泰证券研究所

图表33: 诸葛书产品外观和闯关界面



资料来源: 诸葛学堂公众号、华泰证券研究所

图表34: 爱奇艺大屏端课程



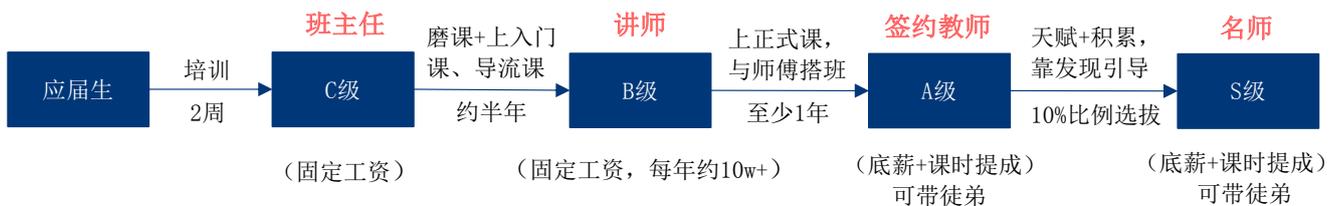
资料来源: 爱奇艺、华泰证券研究所

名师构建护城河，师徒制扩大产能

公司在师资方面采用名师+师徒制打法。用名师树立品牌形象，用师徒制实现教师产能持续扩张。

公司核心团队就是一个名师团队，创始人窦昕是大语文顶级IP，团队成员大部分毕业于北大、北师大等名校，大部分都是授课名师，拥有很高的粉丝量。公司建立起一套完善的招聘、培养、薪酬体系来发现、培养和留存名师。招聘对象以文史类、英语类专业应届毕业生为主，也兼招有相关专业背景的社会人士。教师成长体系包括C、B、A、S四级，用师徒制实现师资的裂变式发展。据近期调研数据，2019年12月公司已有授课教师约1200人，相比去年同期近乎翻番，明年还将大幅增加，以适应快速增长的业务需要。公司教师薪酬显著高于市场平均水平，约为市场的2.5倍，优秀教师的薪酬能达到同行业平均水平的3倍以上，核心骨干教师还会绑定公司股权。

图表35: 中文未来教师成长体系



资料来源: 公司调研、华泰证券研究所

K12教培行业在师资打法上有名师模式（如早期的新东方）和后台模式（如好未来）两大流派。名师模式下，教师是产能驱动和品牌宣传的核心，优点是容易取得消费者信任，品牌营销见效快，缺点是对教师依赖程度高，管理风险较大。后台模式下，后台教研体系是产能驱动的核心，品牌宣传主要靠服务效果带来的口碑，优点是不依赖教师，教学质量更标准化和可控，缺点是初期研发投入较高，时间较长，对研发能力要求高。

我们认为中文未来采用名师打法，与语文学科特点和行业发展阶段有关。首先，语文作为人文学科，名师的号召力强于其它学科，更容易形成口碑。其次，语文知识点之间逻辑关系弱，评判标准主观性强，相比其它学科更难做标准化教研，后台模式在短期内很难建立起来。再次，目前大语文正处于新赛道开拓期，需求增长速度快，消费者认知正在建立过程中，这一阶段要用跑马圈地、快速扩张的战略占领市场，更适合采用名师模式。最后，行业发展初期优秀师资是稀缺资源，教学和教研都离不开名师，拥有名师资源为公司未来发展建立了相对优势，是公司的护城河之一。

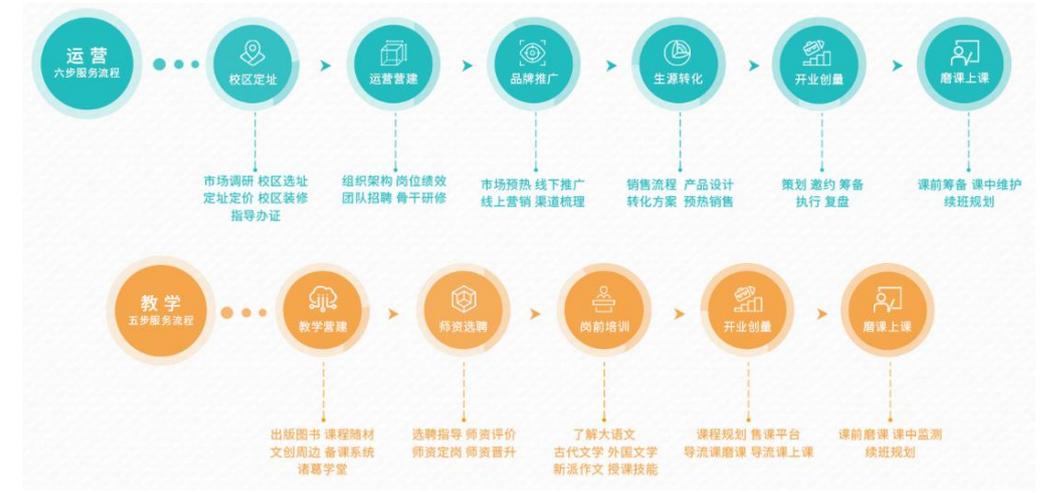
直营+加盟双轮驱动，进行裂变式扩张

公司线下培训采用直营+加盟双轮驱动的模式来进行裂变式扩张。

公司线下语文培训从北京起家，向异地扩张初期采取了与地方培训机构合作的校中校模式，主要选择语文培训存在短板的机构进行合作，公司提供内容和师资，合作方提供场地并协助引流，双方学费分成。18 年暑期起，随着品牌成熟、资金和资源支持到位，异地校区陆续转为直营分校，同时启动新的加盟模式加速异地扩张。目前线下加盟有纯加盟和 1+3 两种模式。根据调研，纯加盟模式下公司只提供教材和教师培训。1+3 模式是在一个城市同时开一家直营店和三家加盟店，直营店股份公司和合作方七三开，加盟店由合作方 100% 拥有。直营店老师会帮加盟店带一部分课，并通过师徒方式培养加盟店老师；合作方负责生源、证照、场地、消防、装修、熟悉市场等。两种模式的加盟费都是每家店三年 50 万元，三年后可以续费。如果加盟店做得好公司还可以回购。加盟模式使得公司能够以较低的成本进行异地快速扩张，并利用合作方的招生能力保证外派老师的课量和积极性。

今年 10 月起，公司启动新的加盟线小小课堂，主做其它学科（数学物理化学）加盟，将北京理科前线、纳约数学和上海大英语的名师资源用双师模式输出到外地。

图表36： 立思辰大语文加盟服务支持体系



资料来源：立思辰大语文官网、华泰证券研究所

低招生成本，增长可持续

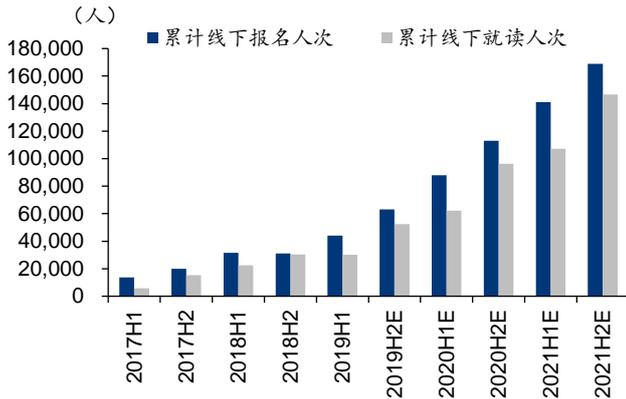
公司营销模式是用名师和产品驱动招生。线下用体验课和口碑方式招生，线上用低价课和社群方式转化，同时线上也为线下引流，线上线下都打名师牌，用产品替代广告，不做广告投放。这种低成本的营销模式使得公司线下几乎没有销售费用，线上销售费用也较低。作为一家高速扩张的初创型公司，在教师薪酬远高于同行的情况下，2017、2018、2019H1 公司净利率分别高达 28%、36%、28%，这在 K12 教培行业中是非常罕见的案例。我们认为公司充分利用了语文学科的特点，用名师和轻量化产品驱动品牌营销，由此形成的低招生成本反过来又能支撑名师的高薪酬，形成良性闭环。

低招生成本通常是 K12 教培公司长期竞争力的体现。传统线下龙头就是通过品牌力和好的服务体系提高口碑转化率和续班率，降低招生成本，形成长期竞争优势。目前线上龙头通过大规模营销投入收割流量，我们认为这是线上市场未成熟阶段的短期行为，最终还是要靠培育品牌力降低招生成本，实现盈利，才能可持续发展。我们认为中文未来商业模式自带低招生成本属性，为其未来发展构建了较深的护城河。

盈利预测与估值

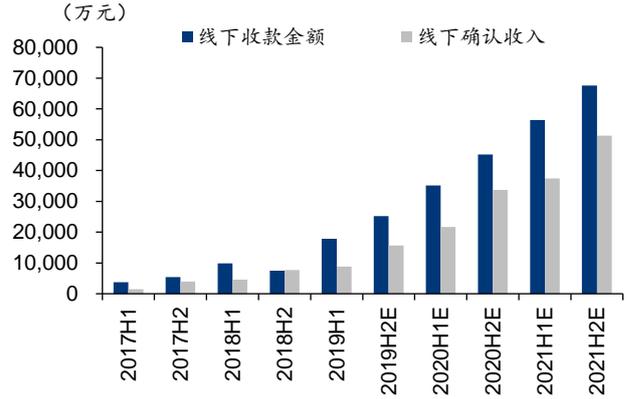
根据目前的开店速度，考虑一定的新开店增长，我们假设中文未来2019、2020、2021年年底的直营网点数量分别为160、260、370个。我们基于历史数据和直营店增长假设建立了线下培训业务的季度增长模型，模型假设2019、2020、2021年累计线下报名人数分别为10.72、20.10、31.00万人次。由于报名时间通常为开课前的一个季度，假设每季度在读人次等于上季度报名人数；假设收款金额等于报名人数乘单价，收入等于在读人次乘单价，客单价由历史数据确定。由此可推算出2019、2020、2021年各季度线下累计在读人次、现金收款和营业收入。

图表37: 中文未来线下累计报名和就读人次预测



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

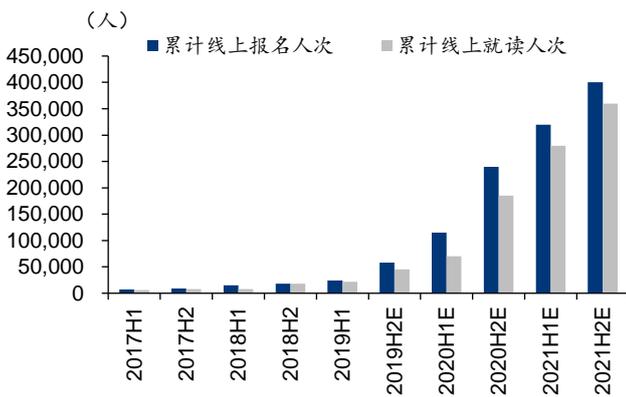
图表38: 中文未来线下收款和确认收入预测



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

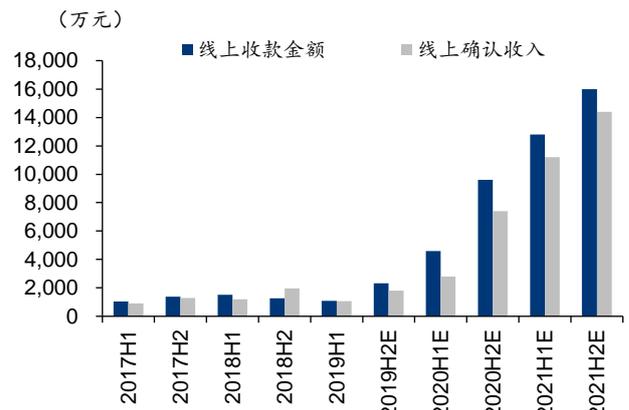
中文未来线上平台诸葛学堂2020年开始通过代理商推广会员卡，我们预计这一策略有望带来线上学员数量的快速增长。类似于线下业务，我们基于历史数据和线上学员快速增长的假设建立了线上培训业务的季度增长模型，模型假设2019、2020、2021年累计线上报名人数分别为8.21、35.50、72.00万人次。基于和线下业务模型相同的逻辑，我们推算出2019、2020、2021年各季度线上累计在读人次、现金收款和营业收入。

图表39: 中文未来线上累计报名和就读人次预测



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表40: 中文未来线上收款和确认收入预测



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

我们假设2019-21年大语文加盟店数量分别为260、300、360家，店均加盟收入分别为30、33、35万元；2020、2021年小小课堂加盟店数量分别为150、300家，店均加盟收入分别为50、55万元。店均加盟收入逐年上涨是因为随着加盟店招生规模增长，教材、教师培训等收入会有所增加。小小课堂采用双师模式，对加盟店支持更多，因此店均收入高于大语文加盟。假设2020、2021年诸葛书分别销售10、15万台，单台价格1899元。

图表41： 中文未来加盟业务和诸葛书收入预测和假设条件

		2018	2019E	2020E	2021E
大语文加盟	加盟店数量	79	260	300	360
	营业收入(万元)	2109	7800	9900	12600
小小课堂加盟	加盟店数量			150	300
	营业收入(万元)			7500	16500
诸葛书	销售数量(万台)		0.3	10	15
	销售收入(万元)		569.7	18990	28485

资料来源：公司调研、华泰证券研究所

基于中文未来整体毛利率历史数据，参考我们通过调研数据建立的线下单店模型，按照我们的直营门店增长假设，2018-2021年中文未来一年以内的新店占比持续下降，出于谨慎性考虑，我们假设线下培训业务的毛利率维持在35%不变。线上业务有较强的边际成本下降特点，但考虑到产品线扩张期有较多的研发投入，我们假设线上业务毛利率维持在60%不变；由于加盟业务成本只涉及教师培训和装修、教材、管理等支持，毛利率较高，考虑到小小课堂双师加盟模式比大语文加盟服务更重一点，我们假设大语文加盟、小小课堂加盟业务毛利率分别为70%、60%；诸葛书硬件2020年起找厂家代工，成本会显著下降，假设2020年起毛利率升至80%；B2B业务主要是向同行输出教师培训服务，不是重点发展的业务，2019年收入参考上半年收入来估计，2020、2021年收入假设与2019年持平，毛利率假设为50%。基于以上假设我们可得出中文未来收入和成本预测值。

图表42： 中文未来分业务收入成本预测

(单位：百万元)		2017	2018	2019E	2020E	2021E
大语文线下	营业收入	54.73	122.73	244.90	554.40	888.30
	同比增速	0.00%	124.25%	99.55%	126.37%	60.23%
	营业成本	35.57	79.77	159.19	360.36	577.40
	毛利率	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
大语文线上	营业收入	21.93	31.55	28.75	102.00	256.00
	同比增速		43.87%	-8.87%	254.78%	150.98%
	营业成本	8.77	12.62	11.50	40.80	102.40
大语文加盟	营业收入		21.09	78.00	99.00	126.00
	同比增速			269.84%	26.92%	27.27%
	营业成本		6.33	23.40	29.70	37.80
小小课堂加盟	营业收入				75.00	165.00
	同比增速				0.00%	120.00%
	营业成本				30.00	66.00
诸葛书	营业收入			5.70	189.90	284.85
	同比增速			0.00%	3233.33%	50.00%
	营业成本			5.13	37.98	56.97
B2B业务	营业收入	6.82	4.98	25.00	25.00	25.00
	同比增速		-26.98%	402.01%	0.00%	0.00%
	营业成本	3.41	2.49	12.50	12.50	12.50
合计	营业收入	83.48	180.35	382.35	1045.30	1745.15
	同比增速		116.04%	112.00%	173.39%	66.95%
	营业成本	47.76	101.21	211.71	511.34	853.07
	毛利率	42.79%	43.88%	44.63%	51.08%	51.12%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

暂不考虑大语文之外的业务分拆。升学服务中百年英才的高考咨询业务需求旺盛，考虑到2019年业绩预告中2C业务收入约6.85亿（2C业务包括大语文和升学服务），我们假设2019-2021年升学服务收入每年增长60%、30%、30%。由于升学服务业务属性为咨询服务，对人力较为依赖，缺少规模效应，我们假设升学服务业务毛利率相对2018年保持不变。智慧教育、信息安全和其他业务不再重点发展，预计保持稳定，假设收入和毛利率相对2018年均保持不变。

费用率方面，由于大语文业务销售费用率较低，且收入占比逐年提升，参考2019年前三季度销售费用率，我们假设2019-2021年立思辰销售费用率分别为17.5%、11%、10%。参考2019年前三季度管理费用率，我们假设2019-2021年立思辰管理费用率均为16.3%。

图表43：立思辰分业务收入成本预测

(单位：百万元)		2018A	2019E	2020E	2021E
大语文	营业收入	180.35	382.35	1,045.30	1,745.15
	同比增速	116.04%	112.00%	173.39%	66.95%
	营业成本	101.21	211.71	511.34	853.07
	毛利率	43.88%	44.63%	51.08%	51.12%
智慧教育	营业收入	1,105.86	1,105.86	1,105.86	1,105.86
	同比增速	15.49%	0.00%	0.00%	0.00%
	营业成本	685.63	685.63	685.63	685.63
	毛利率	38.00%	38.00%	38.00%	38.00%
升学服务	营业收入	188.57	301.71	392.23	509.89
	同比增速	69.95%	60.00%	30.00%	30.00%
	营业成本	101.83	162.92	211.80	275.34
	毛利率	46.00%	46.00%	46.00%	46.00%
信息安全	营业收入	369.83	369.83	369.83	369.83
	同比增速	-54.37%	0.00%	0.00%	0.00%
	营业成本	229.14	229.29	229.29	229.29
	毛利率	38.04%	38.00%	38.00%	38.00%
其他业务	营业收入	107.78	107.78	107.78	107.78
	同比增速	-28.01%	0.00%	0.00%	0.00%
	营业成本	71.88	72.21	72.21	72.21
	毛利率	33.10%	33.00%	33.00%	33.00%
合计	营业收入	1,952.39	2,159.75	2,913.21	3,730.73
	同比增速	-9.66%	10.62%	34.89%	28.06%
	营业成本	1,189.69	1,289.56	1,638.07	2,043.33
	毛利率	39.06%	40.29%	43.77%	45.23%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

综合以上假设，我们预计立思辰2019-2021年分别实现营收21.60亿元、29.13亿元、37.31亿元；实现归母净利润0.37亿元、3.27亿元、5.42亿元；EPS分别为0.04、0.38、0.62元。考虑到规模快速扩张可能导致管理费用率上升，我们假设中文未来2019-2021年净利率分别为35%、34%、32%，则预计其净利润分别为1.34亿元、3.55亿元、5.58亿元。A股教育培训公司2020年平均市盈率为31倍，考虑到中文未来行业龙头地位和较高增长速度，我们给予中文未来2020年目标PE 38-40倍，对应市值134.90-142.00亿元。2019年半年报立思辰净资产为34.71亿元，商誉为29.19亿元，中文未来净资产为4774万元，商誉为4.72亿元，则立思辰剔除中文未来之后的净资产为34.23亿元，商誉为24.47亿元，按照谨慎性原则，我们以这部分净资产扣除商誉之后的9.76亿元为基础进行1倍PB估值。合计上市公司合理市值为144.66-151.76亿元，对应目标价16.66-17.48元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表44： 教育培训可比公司估值

股票代码	股票简称	股价	EPS (元)					PE (X)			
			18A	19E	20E	21E	19-21CAGR	18A	19E	20E	21E
002607	中公教育	16.76	0.19	0.28	0.38	0.50	34.51%	89.66	60.18	43.61	33.26
300192	科斯伍德	13.79	0.12	0.41	0.60	0.71	31.91%	119.45	33.96	22.85	19.52
600661	昂立教育	15.82	-0.93	0.49	0.61	0.71	20.86%	—	32.43	25.80	22.20
可比公司平均							29.09%	104.55	42.19	30.75	24.99
300010	立思辰	12.74	-1.60	0.04	0.38	0.62	283.34%	—	299.95	33.88	20.41

注：立思辰 EPS 为华泰预测，其他公司为 Wind 一致预期。股价为 1 月 23 日收盘价。

资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

教育政策不确定风险。我国 K12 教育领域目前正处于变革期，民促法实施条例终稿尚未发布，修法后续过程尚未结束，培训机构整治趋严，存在政策不确定风险。

中文未来业绩增长不达预期风险。中文未来处于高速发展期，公司在管理运营、加盟体系管控、新产品投放、同行竞争等方面都面临不确定性，存在增长不达预期的风险。

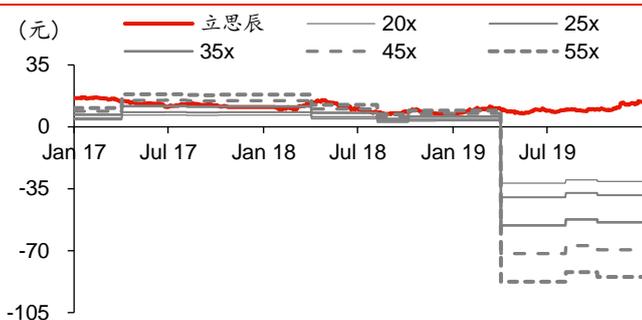
教师及核心管理人才流失风险。师资和核心管理人才是中文未来核心资源。如果不能给教师和管理人员足够的激励，可能会造成人才流失的风险。

上市公司战略未能有效实施风险。立思辰聚焦大语文的战略，还需要经过其他资产分拆、股权结构变动等一系列动作才能最终完成，存在不能有效实施的风险。

疫情影响线下授课风险。2019 年末至 2020 年初爆发的武汉新冠肺炎病毒疫情导致部分地区的校外培训机构寒假停课，如果疫情持续时间较长，可能会影响公司线下授课，导致学费收入不达预期。但对公司线上业务可能存在利好。

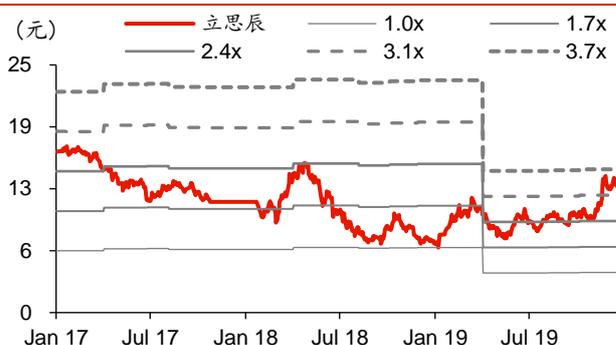
PE/PB - Bands

图表45： 立思辰历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表46： 立思辰历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,341	2,793	3,070	2,906	3,543
现金	605.64	394.77	350.00	499.23	1,145
应收账款	1,060	692.98	798.66	720.94	701.43
其他应收账款	174.35	818.69	905.49	733.08	711.33
预付账款	157.19	137.08	206.33	212.95	204.33
存货	550.73	568.48	622.42	550.96	589.95
其他流动资产	793.58	181.00	187.31	188.82	190.45
非流动资产	4,913	4,561	4,696	4,659	4,672
长期投资	31.63	217.61	339.62	339.62	339.62
固定投资	282.95	250.91	250.25	249.17	247.67
无形资产	320.68	413.98	425.98	437.98	449.98
其他非流动资产	4,278	3,679	3,680	3,632	3,635
资产总计	8,254	7,354	7,766	7,565	8,215
流动负债	1,941	2,984	3,189	2,644	2,730
短期借款	370.29	319.25	734.67	300.00	300.00
应付账款	240.40	307.30	373.97	360.37	347.37
其他流动负债	1,330	2,357	2,081	1,984	2,083
非流动负债	671.36	923.35	1,093	1,110	1,131
长期借款	286.40	275.03	925.03	925.03	925.03
其他非流动负债	384.96	648.32	167.84	184.55	206.34
负债合计	2,612	3,907	4,282	3,754	3,862
少数股东权益	159.47	148.36	148.40	148.78	149.42
股本	871.88	868.32	868.32	868.32	868.32
资本公积	3,781	2,958	2,958	2,958	2,958
留存公积	864.41	(528.43)	(490.62)	(164.08)	377.88
归属母公司股东权益	5,483	3,299	3,335	3,662	4,204
负债和股东权益	8,254	7,354	7,766	7,565	8,215

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	(166.36)	(151.88)	(642.99)	695.21	779.27
净利润	201.29	(1,394)	36.92	326.93	542.59
折旧摊销	63.84	76.54	57.66	58.08	58.50
财务费用	48.68	77.57	114.59	112.30	84.14
投资损失	(66.13)	3.81	(20.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	(511.84)	(120.30)	(690.50)	240.83	90.28
其他经营现金	97.81	1,204	(141.67)	(22.93)	23.76
投资活动现金	(270.45)	(314.01)	(102.77)	1.00	(49.00)
资本支出	215.87	124.24	10.00	10.00	10.00
长期投资	296.74	283.01	116.37	(50.00)	0.00
其他投资现金	242.17	93.24	23.61	(39.00)	(39.00)
筹资活动现金	388.26	236.83	700.99	(546.97)	(84.14)
短期借款	59.90	(51.04)	415.42	(434.67)	0.00
长期借款	142.05	(11.37)	650.00	0.00	0.00
普通股增加	0.13	(3.56)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(95.27)	(823.02)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	281.45	1,126	(364.43)	(112.30)	(84.14)
现金净增加额	(48.88)	(228.57)	(44.77)	149.23	646.14

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,161	1,952	2,160	2,913	3,731
营业成本	1,278	1,190	1,290	1,638	2,043
营业税金及附加	18.28	18.84	2.16	2.91	3.73
营业费用	300.43	351.62	377.96	320.45	373.07
管理费用	227.84	324.97	352.04	474.85	608.11
财务费用	48.68	77.57	114.59	112.30	84.14
资产减值损失	98.24	1,374	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	66.13	(3.81)	20.00	20.00	20.00
营业利润	234.72	(1,491)	43.44	384.62	638.35
营业外收入	0.79	0.74	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.01	18.03	0.00	0.00	0.00
利润总额	234.51	(1,509)	43.44	384.62	638.35
所得税	33.22	(114.97)	6.52	57.69	95.75
净利润	201.29	(1,394)	36.92	326.93	542.59
少数股东损益	(1.49)	(0.85)	0.04	0.38	0.64
归属母公司净利润	202.78	(1,393)	36.88	326.54	541.96
EBITDA	347.24	(1,337)	215.69	555.00	780.98
EPS (元, 基本)	0.23	(1.60)	0.04	0.38	0.62

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	14.73	(9.66)	10.62	34.89	28.06
营业利润	(22.93)	(735.37)	102.91	785.39	65.97
归属母公司净利润	(27.66)	(786.87)	102.65	785.39	65.97
获利能力 (%)					
毛利率	40.87	39.06	40.29	43.77	45.23
净利率	9.38	(71.34)	1.71	11.21	14.53
ROE	3.70	(42.23)	1.11	8.92	12.89
ROIC	4.41	(39.12)	3.33	10.96	16.27
偿债能力					
资产负债率 (%)	31.65	53.13	55.14	49.62	47.01
净负债比率 (%)	27.52	19.78	44.36	39.03	37.94
流动比率	1.72	0.94	0.96	1.10	1.30
速动比率	1.42	0.74	0.76	0.88	1.07
营运能力					
总资产周转率	0.27	0.25	0.29	0.38	0.47
应收账款周转率	2.00	1.84	2.36	3.18	4.31
应付账款周转率	5.88	4.34	3.79	4.46	5.77
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.23	(1.60)	0.04	0.38	0.62
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.19)	(0.17)	(0.74)	0.80	0.90
每股净资产(最新摊薄)	6.31	3.80	3.84	4.22	4.84
估值比率					
PE (倍)	54.55	(7.94)	299.95	33.88	20.41
PB (倍)	2.02	3.35	3.32	3.02	2.63
EV_EBITDA (倍)	32.42	(8.42)	52.19	20.28	14.41

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com