

教育板块2024年中报总结

板块延续复苏增长态势，K12教培景气度尤为显著

行业研究 · 行业专题

社会服务

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：钟潇

0755-82132098

zhongxiao@guosen.com.cn

S0980513100003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

- **教育行业中报回顾：**2024H1，教育板块营收同比增长35%，归母净利润同比增长30%，强劲需求加持下板块延续复苏增长态势。分子板块看，K12教培需求尤为旺盛，收入同增42%，杠杆效应下盈利能力改善明显，归母净利润同增182%。基础学历教育同样维持强势增长，收入同比增长56%，归母净利润同比增长79%，盈利能力同样边际改善。民办高教经营稳健，收入同增13%，响应高质量办学投入增加、归母净利润同比降低2%。公考赛道景气度高，但受低价竞争影响及上半年事业单位考试排期影响，板块收入承压同比-10%，但积极降本增效下归母净利润同比+141%。职业培训中行动教育大客户战略保驾护航，收入+35%，扣非后归母净利润+39%。其他就业培训服务供应商则因宏观环境承压、企业招聘意愿下滑，经营有所承压。
- **教育板块股价复盘：**年初至今（2024/1/2-8/31）万得教育行业指数（886040.WI）承压回落，跌幅33%，跑输大盘30pct，系部分AI概念炒作资金退潮及个别权重股回调所致。学历教育、K12教培质优标的仍能实现差异化超额收益，教育板块中共有7只标的实现上涨，其中基础学历教育标的2只（成实外教育/天立国际控股），K12教培标的5只（思考乐教育/卓越教育/科德教育/学大教育/昂立教育）。
- **聚焦子板块：**1) **K12教培：**2024年以来，监管表态积极，非学科合规机构牌照审批加速，高中学科培训渐进放开。但核心素养培训（编程、思维、科学等）与高中线下营利性牌照供给仍相对稀缺，竞争格局相对温和。板块内标的收入业绩复苏态势明显，但不同扩张策略下收入增速、盈利能力出现分化。广深区域龙头卓越、思考乐收入增长最快，分别+68%/+59%。2季度为学大教育个性化培训业务旺季，季内归母净利率创历史新高；2) **基础学历教育：**上半年度监管环境呈稳定态势，以高中为主的基础学历教育需求依旧旺盛，系高中生适龄人数增长及民办普高仍是普通高中教学体系的重要组成部分，此外从北大本部本科新生招录结构来看多元化升学重要性愈发突出，基础学历教育公司有望发挥更大作用。天立国际控股上半年度实现快速增长，收入同比+74%至16.5亿元，归母净利润同比+70%至2.9亿元；3) **民办高教：**选营仍在推进中，民办高教上市公司营收稳健增长，盈利能力分析受办学投入增加同比下滑；4) **公考：**国考省考两度验证考公热情，参培率预计边际提升，但考虑系受行业竞争加剧、机构仍需解决历史包袱等原因综合影响，上半年度上市公司收入短期承压下滑；5) **职业教育：**上半年度受宏观环境影响，就业培训供应商经营短期承压。企业家培训机构行动教育收入利润增长符合预期，维持高比例分红，亮点值得关注。
- **投资建议：**维持板块“优于大市”评级。2024年以来教育板块在常态化监管环境下重回有序增长，兼顾当下各赛道竞争格局以及龙头经营趋势展望，重点推荐学大教育、天立国际控股、行动教育、新东方-S；其次建议关注豆神教育、凯文教育、昂立教育、好未来、高途集团、粉笔、华图山鼎、中公教育、科德教育、中教控股、传智教育等。
- **风险提示：**风险提示：政策趋严、股东减持、核心人才流失、宏观经济承压、招生人数低于预期、学费提升受阻等。

- [01] 教育行业中报总结
- [02] 教育板块股价复盘
- [03] 子板块复盘——
K12教培 · 基础学历教育 · 民办高教 · 公考 · 职业教育
- [04] 投资建议

教育行业中报总结：总体收入、业绩延续复苏态势

- 2024年上半年教育板块总体营收同比增长35%，归母净利润同比增长30%。
- 2024上半年收入增速，基础学历教育>K12教培>民办高教>公考>职业培训：基础学历教育上半年收入同比增长56%，恢复至2021H1的104%（+37pct），其中天立表现强势（同比增长74%）；K12教培延续强劲复苏趋势，收入保持较快增长，同比增长42%，恢复至2021H1的67%（+20pct）；民办高教稳健经营，同比+13%，恢复至2021H1的170%（+19cpt）；公考（同比口径下仅统计粉笔、中公）上半年收入承压下滑10%，考虑系上半年事业单位考试排期影响；职业培训中行动教育增长35%，传智教育同比-65%。
- 最新报告期末合同负债同比，K12教培>民办高教>职业培训>基础学历教育>公考：K12教培+39%，系行业高景气叠加企业积极扩张网点，后续仍有望保持较快收入增速；民办高教同比+15%、基础学历教育+13%，考虑学校以年为单位预收学费，中期合同负债余额主要受收入确认节奏影响，对下半年度收入指引意义有限；职业培训+7%；公考-13%。

图1：各细分教育板块收入情况2023/2024中报对比

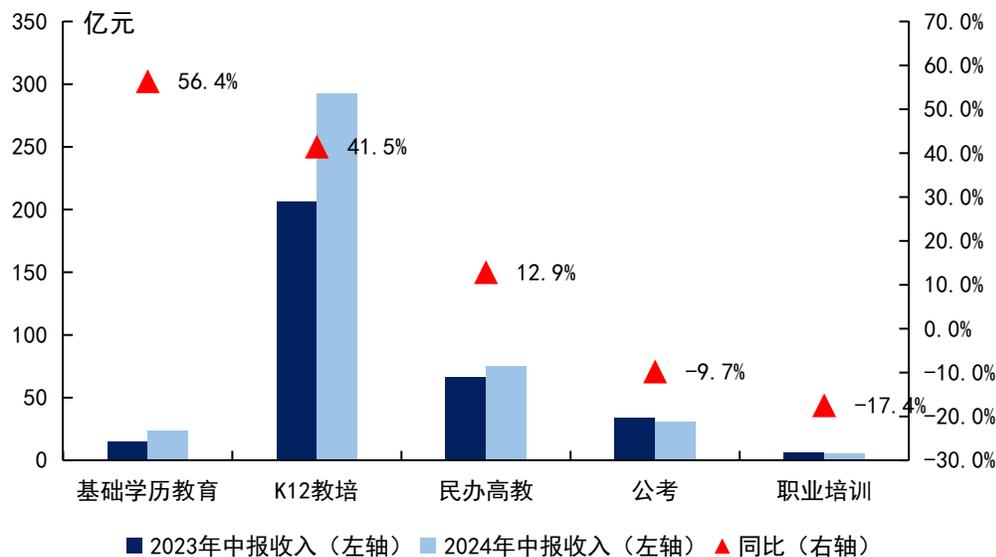
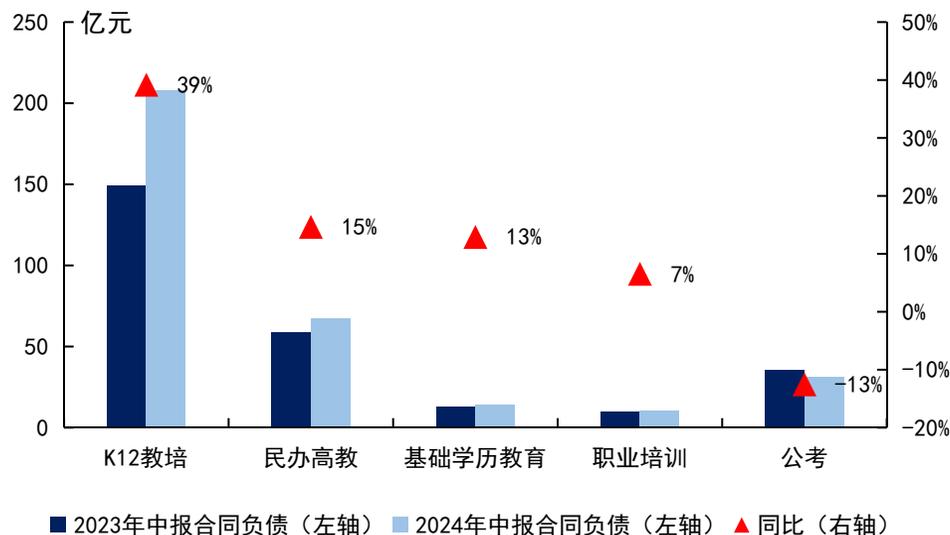


图2：各细分教育板块合同负债情况2023/2024中报对比



资料来源：Wind、Bloomberg，国信证券经济研究所整理

注：上述均统计最新半年报数据，新东方、好未来以最新两个财报季数据统计，货币单位均为人民币。

教育行业中报总结：总体收入、业绩延续复苏态势

- 2024上半年归母净利润增速，K12教培>公考>基础学历教育>民办高教>职业培训：K12教培归母净利润同比+182%，板块盈利能力显著增强，其中好未来上半年度同比实现大幅扭亏；公考+141%，系积极降本增效；基础学历教育+79%，增速快于收入，盈利能力提升；民办高教-2%，其中希教控股可转债公允价值损失致公司归母净利润下滑48%；职业培训中行动教育+30%，传智教育-144%（亏损3400万元）。归母净利率来看，民办高教>职业培训>基础学历教育>公考>K12教培：民办高教为29%（-4pct），职业培训为20%（-10pct），基础学历教育13%（+2pct），公考13%（+8pct），K12教培4%（+2pct）。
- K12教培及基础学历教育基本面最为突出，公考高景气度下可期待后续逆转，职业培训分化程度高：上半年度K12教培需求旺盛，收入维持快速增长，摊薄效应下盈利能力亦有所提升。基础学历教育维持较强需求刚性，监管边界走向清晰。民办高教维持稳健经营，期待选营落地。公考维持高景气度，培训板块后续或有望迎来逆转。职业培训显著分化，行动教育大客户战略保驾护航，现金流健康，维持较高分红比例、红利属性突出；传智教育因招聘环境影响收入承压，挖掘收入新增长点

图3：各细分教育板块归母净利润情况2023/2024中报对比

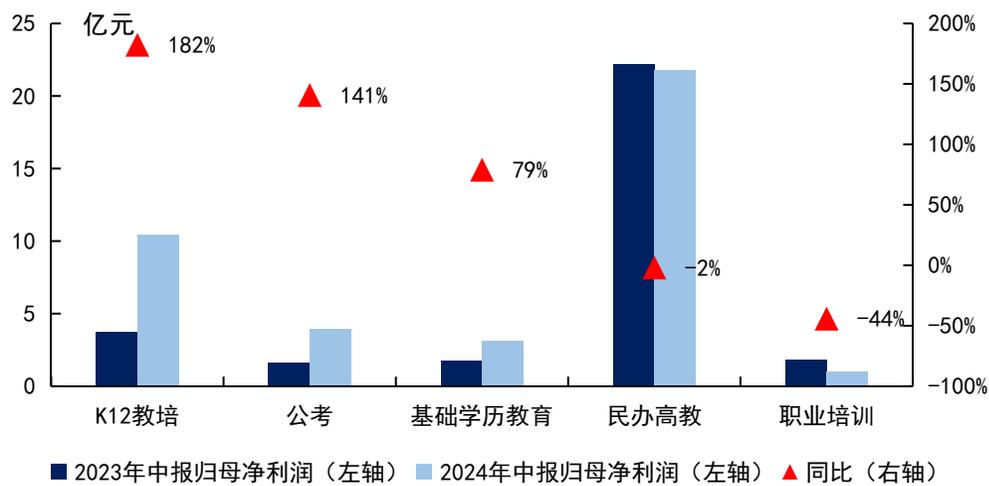
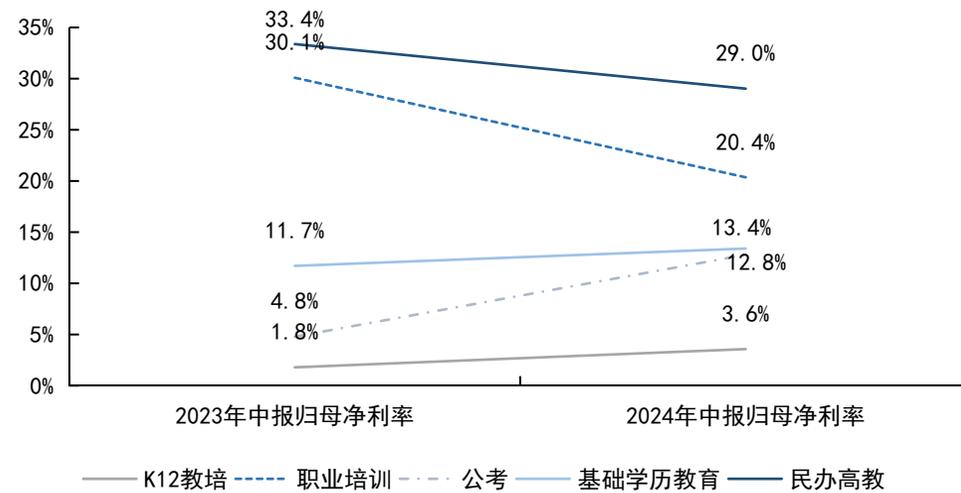


图4：各细分教育板块归母净利率情况2023/2024中报对比



资料来源：Wind、Bloomberg，国信证券经济研究所整理

注：上述均统计最新半年报数据，新东方、好未来以最新两个财报季数据统计，货币单位均为人民币。

- [01] 教育行业中报总结
- [02] 教育板块股价复盘
- [03] 子板块复盘——
K12教培 · 基础学历教育 · 民办高教 · 公考 · 职业教育
- [04] 投资建议

教育板块走势复盘

- **年初至今（2024/1/2-8/31）教育行业指数承压回落。**以万得教育行业指数（886040.WI）为参考，回顾年初至今教育板块行情，板块整体出现承压回调，年初至今跌幅33%，跑输大盘30pct。该指数是以万得中国行业分类编制的主题行业指数，涵盖A股教育板块标的；其中，中公教育权重最高（27%），期间较剧烈的回调对整体指数有较大影响。
- **学历教育、K12教培质优标的仍能实现差异化超额收益。**教育板块中共有7只标的年初至今（2024/1/2-8/31）实现上涨，其中基础学历教育标的2只为成实外教育（+123%）、天立国际控股（+37%）；K12教培标的5只为思考乐教育（+95%）、卓越教育（+67%）、科德教育（+20%）、学大教育（+10%）、昂立教育（+7%）。其余K12教培头部公司股价回落，如新东方、好未来，或系高景气度下积极扩张，利润率短期承压；公考标的股价承压，或受竞争格局及上半年度事业单位排期影响；民办高教考虑选营推进较缓仍对股价造成一定压制。

图5：万得教育行业指数（886040.WI）涨跌幅复盘（2024/1/2-2024/8/31）

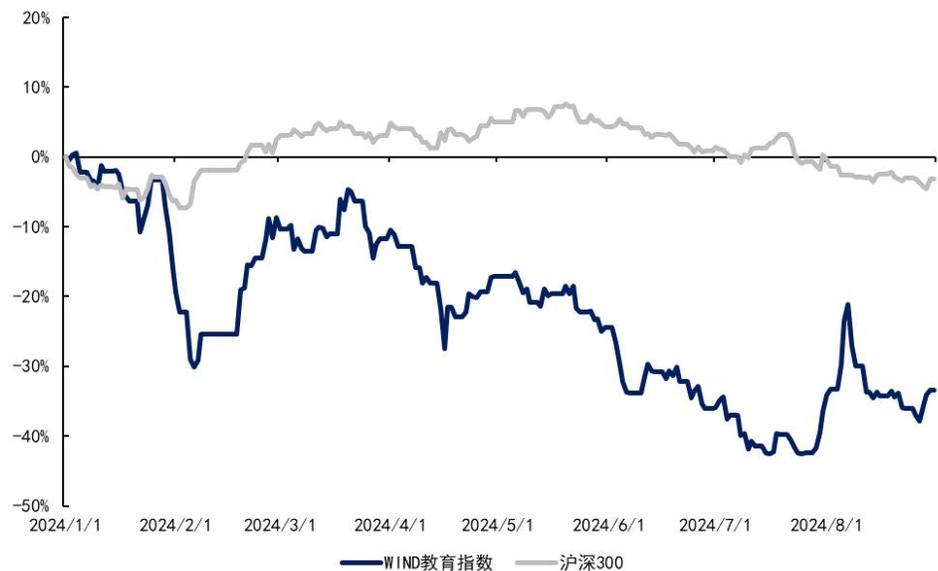
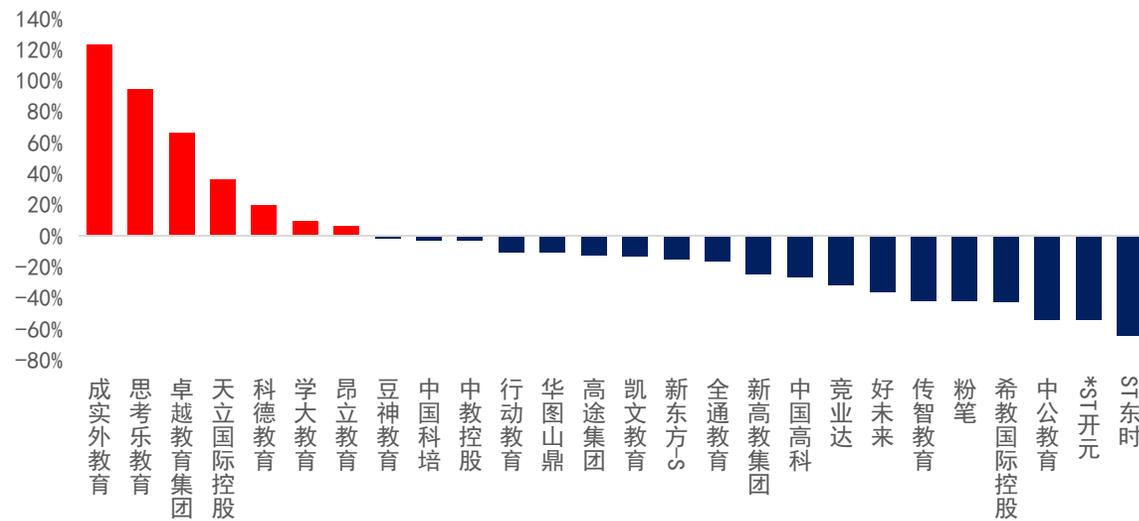


图6：教育板块个股2024/1/2-2024/8/31区间涨跌幅



- [01] 上半年教育行业中报总结
- [02] 教育板块股价复盘
- [03] 子板块复盘——
K12教培 · 基础学历教育 · 民办高教 · 公考 · 职业教育
- [04] 投资建议

K12教培：监管部门正视需求合理性，赛道延续高景气度

- **2024年以来，监管部门表态积极。**2024年2月，教育部颁布《校外培训管理条例（征求意见稿）》，义务教育学科培训延续了强监管态度（限制营利性、培训时段等），但未限制非学科类培训以及高中学科培训以市场化形式运营，实际是肯定了K9学段转型方向（非学科&素养培训）及高中学科的渐进放松，明确了校外培训成为学校教育有益补充的基本定位。2024年4月11日深圳市福田区召开了加快审批中小学生非学科类校外培训机构宣讲推进工作会，提及“优化流程、加快审核，对达标的教培机构应批尽批”；同年4月16日，北京“双减”专项行动启动会中，明确加快实现非学科类机构“应批尽批”。2024年8月，国务院发布《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》，提及推动社会培训机构面向公众需求提高服务质量。
- **2024年以来，监管部门重新审视培训需求的合理性，非学科培训迎来发展机遇，合规机构牌照审批加速，高中学科培训也渐进放开。**展望未来，行业逐渐度过了最难熬的政策至暗时刻，监管政策态度清晰后行业发展有望提速发展。

表1：教培行业政策逐渐清晰，非学科培训迎来发展机遇

时间	法规名称	主管部门	具体措施
2024. 02	《校外培训管理条例（征求意见稿）》	教育部	K9学科培训延续了强监管态度（限制营利性、培训时段等），未限制非学科类培训以及高中学科培训以市场化形式运营，鼓励政府引入高质量非学科类校外培训参与学校课后服务，未来行业转型发展指明了发展方向。此外，新政取消了除K9学科培训以外业态的培训时长/时段硬性规定，将决策权交给至地方政府因地制宜
2024. 04	非学科类校外培训机构宣讲推进工作会	深圳福田区教育局	1) 校外非学科类培训是学校教育的有益补充，合理合规合法的前提下， 尽量优化流程，加快审核、加强辅导，对达到标准的教培机构应批尽批。 2) 福田区教育局政务服务科科长刘侠男就非学科类校外教育培训机构办学许可证申请及审批流程等相关事宜作了说明，重点介绍了业务办理全流程、网上申报流程、材料清单及填写规范、办学许可证申办指南使用说明。
2024. 04	北京“双减”专项行动启动会	-	1) 根据“双减”专项行动方案，北京市部署各区对符合设置标准的非学科类校外培训机构，进一步强化统筹协调， 畅通审批程序，平稳迅速完成审核、审批、法人登记信息变更等事项，加快实现非学科类机构“应批尽批”。 2) 同时，全市将组织责任督学对全市学科类机构开展专项督导，督促机构落实安全责任、规范运营行为。加大违规学科竞赛的治理力度，完善义务教育入学工作政策，严格规范招生纪律。 3) 北京市校外培训机构将全面纳入“全国校外教育培训监管与服务综合平台”统一管理，及时更新从业人员、培训材料、培训课程等核心内容信息，并通过平台进行订单交易，通过平台全面实现全流程监管。
2024. 08	《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》	国务院	推动社会培训机构面向公众需求提高服务质量。指导学校按照有关规定通过购买服务等方式引进具有相应资质的第三方机构提供非学科类优质公益课后服务。

资料来源：教育部、深圳教育局官网，国信证券经济研究所整理

K12教培：监管部门正视需求合理性，赛道延续高景气度

- **K9非学科培训牌照审批提速。**根据全国校外教育培训监管与服务综合平台数据，受政策“应批尽批”推动，义务教育阶段线下营利性非学科牌照审批边际增长较快，初步预估9月份单月新增牌照超200家，较年初以来审批速度明显提速。
- **素养培训供给仍相对稀缺。**受牌照供给提速影响，市场担忧K9学科培训竞争边际恶化，但据我们跟踪数据，非学科培训牌照审批虽边际提速，但新增牌照中多数仍为美术、舞蹈、主持等纯素质类培训，这与现阶段教培龙头所推行的素养培训在需求的刚性程度上存在较大差异。以编程、戏剧、思维、科学为代表的素养培训供给仍相对稀缺。
- **高中线下营利性牌照仍系存量竞争格局。**如下表所示，与“双减”政策对高中阶段学科牌照审批态度一致，目前高中线下营利性牌照仍为存量竞争格局，如9月以来高中学科牌照边际呈现递减趋势，预计系部分培训机构注销牌照离开教培行业所致。

图7：义务教育阶段线下营利性非学科牌照审批情况

	20240817			20240825			20240906			20240922		
	数量	环比	环比	数量	环比	环比	数量	环比	环比	数量	环比	环比
全国	93202	93273	71	93475	202	93612	137					
山东	12106	12087	-19	12044	-43	11980	-64					
浙江	8914	8908	-6	8913	5	8913	0					
广东	7376	7387	11	7435	48	7494	59					
湖南	5944	5956	12	5980	24	5993	13					
江西	5008	5008	0	5007	-1	5013	6					
四川	4801	4807	6	4814	7	4816	2					
江苏	4410	4441	31	4496	55	4530	34					
湖北	3998	4014	16	4024	10	4033	9					
河南	3772	3781	9	3802	21	3815	13					
河北	3337	3331	-6	3339	8	3331	-8					
云南	2804	2804	0	2806	2	2822	16					
辽宁	2748	2747	-1	2741	-6	2738	-3					
安徽	2655	2656	1	2653	-3	2660	7					
甘肃	2643	2645	2	2645	0	2649	4					
重庆	2573	2579	6	2594	15	2600	6					
陕西	2460	2468	8	2481	13	2487	6					
天津	2433	2429	-4	2432	3	2435	3					
内蒙古	2160	2159	-1	2141	-18	2145	4					
广西	1750	1744	-6	1749	5	1753	4					
贵州	1694	1698	4	1705	7	1712	7					
山西	1535	1535	0	1537	2	1535	-2					
宁夏	1527	1523	-4	1530	7	1520	-10					
福建	1293	1296	3	1307	11	1318	11					
新疆	1261	1263	2	1267	6	1267	0					
北京	893	902	9	916	14	926	10					
黑龙江	751	751	0	753	2	749	-4					
海南	724	723	-1	727	4	727	0					
吉林	710	710	0	711	1	716	5					
青海	344	344	0	354	10	354	0					
上海	278	276	-2	277	1	279	2					
建设兵团	257	257	0	257	0	258	1					
西藏	43	44	1	44	0	44	0					

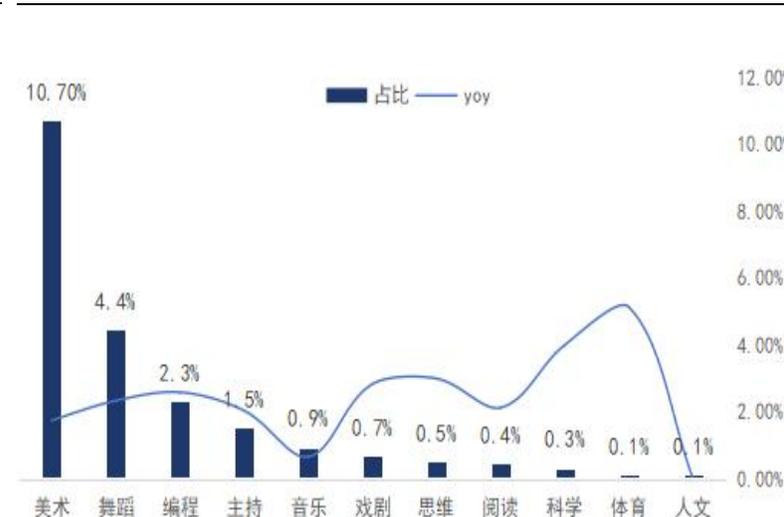
资料来源：全国校外教育培训监管与服务综合平台、国信证券经济研究所整理

图8：高中阶段线下营利性学科牌照审批情况

	20240817			20240825			20240906			20240922		
	数量	环比	环比	数量	环比	环比	数量	环比	环比	数量	环比	环比
全国	2387	2389	2	2386	-3	2379	-7					
四川	403	405	2	404	-1	397	-7					
天津	354	356	2	355	-1	356	1					
吉林	300	300	0	300	0	300	0					
湖南	297	296	-1	296	0	295	-1					
辽宁	191	191	0	191	0	190	-1					
贵州	126	126	0	125	-1	124	-1					
山东	115	115	0	115	0	116	1					
安徽	97	97	0	97	0	97	0					
河北	92	92	0	90	-2	92	2					
湖北	78	78	0	78	0	78	0					
甘肃	77	77	0	77	0	77	0					
山西	54	53	-1	54	1	54	0					
广东	53	53	0	53	0	52	-1					
江苏	50	50	0	50	0	50	0					
江西	45	45	0	45	0	45	0					
陕西	31	31	0	32	1	32	0					
云南	10	10	0	10	0	10	0					
福建	7	7	0	7	0	7	0					
上海	5	5	0	5	0	5	0					
黑龙江	1	1	0	1	0	1	0					
宁夏	1	1	0	1	0	1	0					
北京	0	0	0	0	0	0	0					
内蒙古	0	0	0	0	0	0	0					
浙江	0	0	0	0	0	0	0					
河南	0	0	0	0	0	0	0					
广西	0	0	0	0	0	0	0					
海南	0	0	0	0	0	0	0					
重庆	0	0	0	0	0	0	0					
西藏	0	0	0	0	0	0	0					
青海	0	0	0	0	0	0	0					
新疆	0	0	0	0	0	0	0					
建设兵团	0	0	0	0	0	0	0					

资料来源：全国校外教育培训监管与服务综合平台、国信证券经济研究所整理

图9：截至2024年9月22日，非学科培训牌照分类占比



资料来源：全国校外教育培训监管与服务综合平台、国信证券经济研究所整理

K12教培：Q2延续高景气度，但收入增速、盈利能力出现分化



- **营业收入：Q2延续高景气度，收入增长明显，但增速出现分化。** 1) 广深区域龙头卓越、思考乐2024Q2收入增长最快，分别+68%/+59%，思考乐受益于参培人次提升，卓越预计素质教育收入增速较快，分析系区域内品牌已扎根消费者心智，扩张市场阻力较小；2) 其次为好未来(+50%)、高途(+44%)、新东方(+32%)、昂立教育(+31%)，其中好未来培优素质预计贡献30+%收入，低基数下Q2增速较快；高途Q2积极拓展线下网点，收入增长较为明显；新东方教育新业务实现增长超50%；昂立教育非学科培训业务参培人数迅速增长，幼小段由1.5万人增至约3万人，初中段由2.7万人增至约3.5万人。学大教育Q2收入同比+25%，前期公司以提升已有网点人效、坪效为主，扩张以在原有网点基础上扩面积为主。3) 盛通股份、科德教育受非教育业务影响较大；豆神教育核心产品录播课重复购买率低，静候后续产品迭代(-55%)。
- **学大教育Q2营收已超过双减前2021水平，其余公司除新东方已恢复至94%外，均还具有一定差距。**

表2：K12教培2024Q2营收、收入结构情况（亿元）

股票代码	股票简称	营业收入	营收同比	恢复至2021年的	收入结构
9901. HK	新东方-S	11.37	32.08%	94%	海外备考20-25%；海外咨询约15%；新教育45-50%；高中25-30%
GOTU. N	高途集团	10.10	43.62%	45%	-
000526. SZ	学大教育	9.15	24.81%	103%	个性化教育培训占比81%，全日制教育占比14%，职业教育占比1%
002599. SZ	盛通股份	5.27	-7.25%	82%	上半年度印刷占比82%，科技教育业务占比18%
TAL. N	好未来	4.14	50.37%	30%	培优素质30%，网校15%-20%，高中15%，学习机为主的内容解决方案占25%
1769. HK	思考乐教育	3.99	58.80%	77%	-
3978. HK	卓越教育集团	3.17	68.08%	29%	上半年全日制39%，素质教育37%，辅导业务24%
600661. SH	昂立教育	2.86	31.42%	69%	上半年度教育服务99%，精密制造1%
300192. SZ	科德教育	1.83	-2.22%	86%	上半年度全日制学校及培训占比46%，油墨业务占比53%
300010. SZ	豆神教育	1.39	-54.70%	59%	上半年度教育产品87%，内容管理12%，其他业务1%

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

注：新东方、好未来以最新季度财报数据统计，思考乐、卓越统计为2024上半年度数据；新东方、好未来货币单位为美元，其余为人民币。

K12教培：Q2延续高景气度，但收入增速、盈利能力出现分化



■ 盈利能力：差异经营策略下盈利能力分化

- 盈利能力改善：学大教育2024Q2归母净利率+0.7pct，为个性化辅导旺季，收入增长释放规模效应，网点人效、坪效走高，及期间费用管控良好；思考乐专注课后教育，收入增长释放经营杠杆，归母净利率+4.9pct；卓越教育低基数上快速增长，归母净利率+6.4pct；豆神教育2024Q2成功扭亏实现归母净利增长，归母净利率+34.3pct；科德教育实现归母净利0.22亿元，好未来实现归母净利润0.3亿美元，归母净利率+14.2pct，预计系高景气度下培优、高中净利率较高，学习机业务仍处亏损状态；昂立教育低基数下同比+26.0pct，期待后续扭亏。
- 归母净利率走低：新东方期内加大文旅业务投入&加速网点扩张，发放员工奖金奖励及受东方甄选影响致Non-GAAP归母净利率下滑4.0pct；盛通股份归母净利率下滑0.3pct，子公司乐博乐博仍处亏损状态；高途Non-GAAP归母净利率下滑50.4pct，考虑主要受转型探索线下影响。

表3：K12教培2024Q2归母净利润、净利率、合同负债梳理（亿元）

股票代码	股票简称	归母净利润	归母净利同比	恢复至2021Q2的	归母净利率	归母净利率同比	合同负债余额	合同负债余额同比
000526.SZ	学大教育	1.11	33.0%	185.9%	12.2%	0.7%	5.76	19.8%
1769.HK	思考乐教育	0.94	101.1%	145.5%	23.4%	4.9%	2.49	93.2%
3978.HK	卓越教育集团	0.54	168.9%	87.2%	17.1%	6.4%	4.58	183.8%
300010.SZ	豆神教育	0.47	2524.0%	101.2%	33.7%	34.3%	2.41	-37.3%
9901.HK	新东方-S	0.37	-40.5%	76.1%	3.2%	-4.0%	17.80	33.1%
TAL.N	好未来	0.30	251.8%	25.8%	7.1%	14.2%	6.13	61.4%
300192.SZ	科德教育	0.22	0.6%	120.5%	12.1%	基本持平	0.53	11.1%
002599.SZ	盛通股份	-0.08	-17.2%	-58.9%	-1.5%	-0.3%	2.04	-20.3%
600661.SH	昂立教育	-0.28	64.1%	45.1%	-9.8%	26.0%	6.97	29.4%
GOTU.N	高途集团	-4.18	-761.5%	-574.9%	-41.4%	-50.4%	13.92	74.7%

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

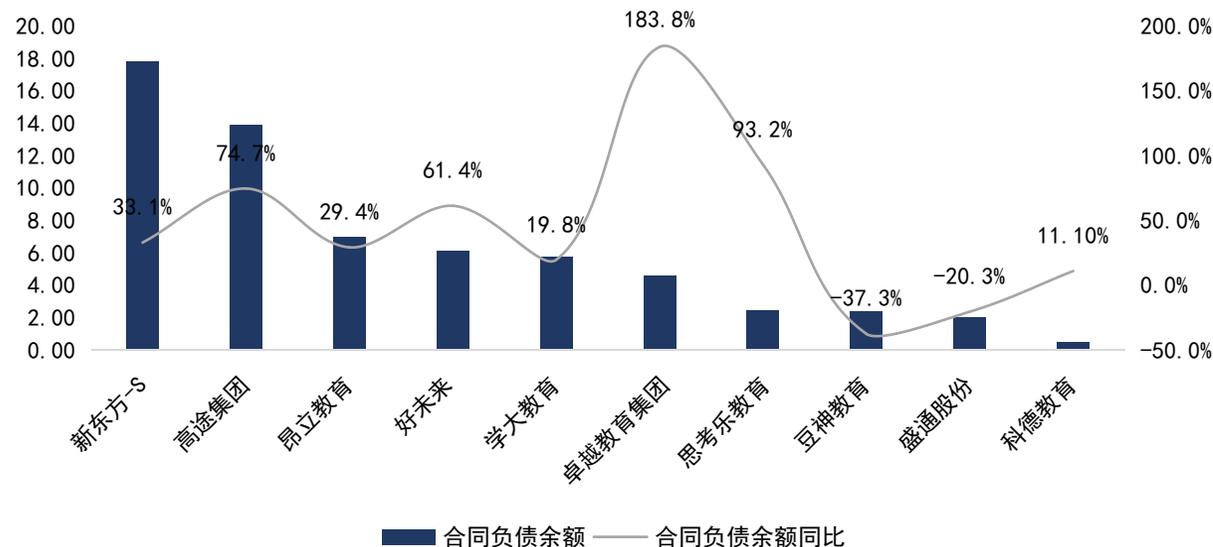
注：上述均统计最新半年报数据，新东方、好未来以最新季度财报数据统计；美股、港股归母净利润为Non-GAAP口径；新东方、好未来货币单位为美元，其余为人民币。

K12教培：Q2延续高景气度，但收入增速、盈利能力出现分化

■ 合同负债：作为收入前瞻性指标，一定程度上为暑期收入增速提供指引

- 卓越、思考乐、高途合同负债增速较高，分别实现184%/93%/75%增长，均高于当期收入增速（68%/59%/43%）。反映在积极扩张下，后续收入增长有望实现提速。
- 新东方合同负债增速+33%，公司给出下一季度不考虑东方甄选，收入美元口径下增长31%-34%；好未来合同负债+61%，公司给出人民币口径下收入增长44%-47%的指引，仍有望维持快速增长，但后续会加大投入，Non-GAAP经营利润或实现微利。
- 学大教育合同负债+20%，环比一季度末（+24%）有所降速，预计主要系二季度为个性化培训销课旺季。后续公司全日制培训业务放量有望平滑个性化培训的季节性影响。

图10：K12教培2024Q2合同负债余额（亿元）与同比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；
注：新东方、好未来货币单位为美元；其余为人民币

基础学历教育：2024上半年监管环境稳定，需求刚性突显



- 2024年基础学历教育监管环境呈稳定态势，义务教育与高中学段监管环境仍存较大差异。2021年《民促法实施条例》坚持“义务教育学段不得设立营利性民办学校”，并进一步规定“提供义务教育的学校不得与关联方交易”，从严监管民办义务教育学校，而监管并未禁止民办高中选营、关联性交易，亦没有制定较为强硬的民办学位压降目标。考虑监管环境的不同系两个学段的差异法律地位及教育经费的客观支出条件决定，基于此分析短期内监管政策出台的背景环境不会有较大幅度调整，2024上半年相关监管环境也呈现稳定态势。
- 20届三中全会《决定》延续2023年起相关表述，引导规范民办教育发展。20届三中全会中延续2023年起政府工作报告中相关表述，强调引导、规范民办教育发展。此次新提及建立同人口变化相协调的基本公共教育服务供给机制，但考虑短期财政压力及普高、职高的公平性问题，涵盖小学及初中的义务教育模式短期内很难会有大规模调整。

表4：民办基础学历教育法规政策梳理

时间	政策文件	重要内容
2016年	《营利性民办学校监督管理实施细则》	提出“不得设立实施义务教育的营利性民办学校”
2017年	《民办学校分类登记实施细则》	对民办学校按照营利性、非营利性进行分类管理，对具体的审批注册、管理部门、财务清算方案等进行指导
2019年	《中共中央国务院关于深化教育教学改革全面提高义务教育质量的意见》	民办义务教育学校招生纳入审批地统一管理，与公办学校同步招生
	《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》	(1) 在中国境内设立的外商投资企业以及外方为实际控制人的社会组织不得举办、参与举办或者实际控制实施义务教育的民办学校；任何社会组织和个人不得通过兼并收购、协议控制等方式控制实施义务教育的民办学校、实施学前教育的非营利性民办学校。(2) 提供义务教育的学校不得与关联方进行交易
2021年	《关于规范民办义务教育发展的意见》	确保义务教育学位主要由公办学校提供或通过政府购买学位方式提供，原则上不得审批设立新的民办义务教育学校(含民办九年一贯制学校、十二年一贯制学校和完全中学)。落地到北京、四川、湖南、江苏等地，明确要求民办义务教育学位占比压降至5%。
	《“十四五”县域普通高中发展提升行动计划》	到2025年，县中整体办学水平显著提升，市域内县中和城区普通高中协调发展机制基本健全，统筹普通高中教育和中等职业教育发展，推动全国高中阶段教育毛入学率达到92%以上。
2023年	《教育部办公厅关于做好2023年普通中小学招生入学工作的通知》	各地要结合实际优化招生计划安排，努力增加优质普通高中学位供给。要深化普通高中招生管理改革，进一步压减公办和民办普通高中跨区域招生计划，确保到2024年全面实现属地招生和“公民同招”。
	《关于实施新时代基础教育扩优提质行动计划的意见》	明确提出要扩大优质高中教育资源，即深入挖掘优质普高的校舍资源潜力，有序扩大优质普高招生规模。
2024年	《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》	引导规范民办教育发展。推进高水平教育开放，鼓励国外高水平理工类大学来华合作办学。优化区域教育资源配置，建立同人口变化相协调的基本公共教育服务供给机制。

资料来源：教育部，国信证券经济研究所整理

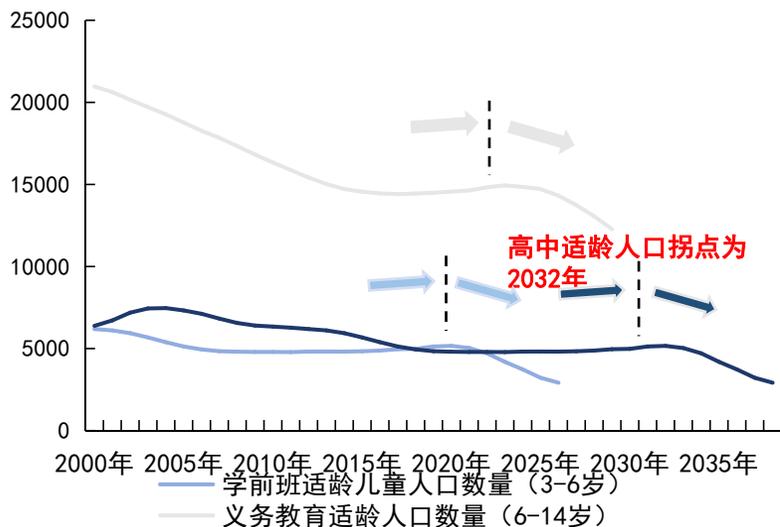
基础学历教育：2024上半年监管环境稳定，需求刚性突显

■ 基础学历教育（民促法出台后上市公司均主要覆盖高中）2024上半年需求刚性突显，主要体现在三方面：

- 生育高峰红利延后释放，2024新一届高中生适龄人数仍在增长。据出生人口数量推算，2024年应届初中毕业生约为1615万人（即2009年出生人数），同比增长7万人；高中三个年级的适龄人群数量仍在爬坡期（即2007-2009年出生人数），2024年为4817万人，同比增加31万人。
- 民办普高仍是普通高中教学体系的重要组成成分。如下图所示，以2024年上半年深圳市政府官方披露的高中学位数量为参考，普通高中学位占比超70%，其中民办高中占总体高中学位占比超20%。目前初中应届生就读普通高中的意愿仍十分强烈，而民办普通高中仍是学生获得普通高中教育的重要途径。

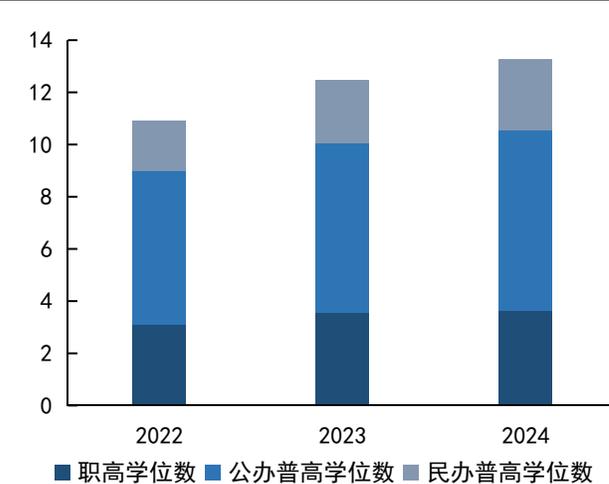
- 多元化升学重要性突显，基础学历教育公司有望发挥更大作用。以2024年北京大学本科新生结构为例，其中非高考的竞赛报送、强基计划等招生占比约47%，较2023年提升6pct，多元化升学重要性再次突显。在优质教学资源相对稀缺的城市，公办教学资源通常要集中用以办好更基础的高考升学，在此背景下基础学历教育公司可凭借集团化办学引入竞赛班资源。

图11：基础教育各阶段适龄人口数量（万人）



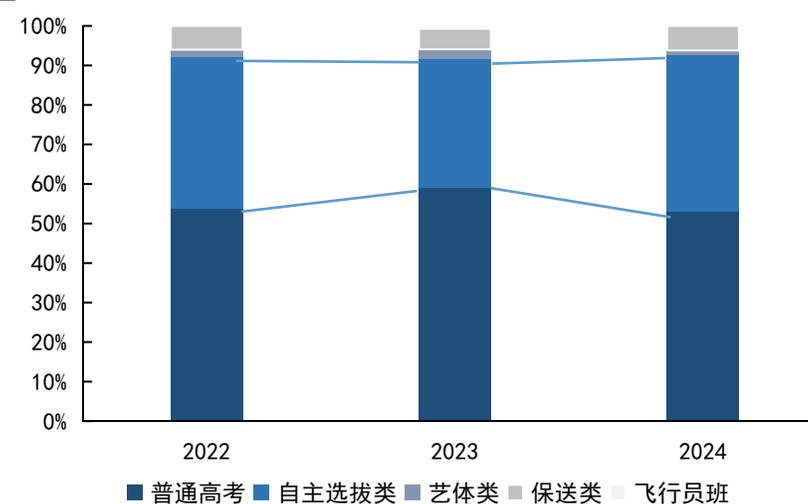
数据来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图12：深圳2022-2024各类高中学位数量（万个）



数据来源：南方都市报、深圳政府在线，国信证券经济研究所整理

图13：北京大学2022-2024年本部本科新生招生结构



数据来源：北京大学招生网，高途高中，国信证券经济研究所整理

基础学历教育：差异扩张节奏下，收入、业绩增速显著分化



- **24H1营业收入**：天立国际控股同比+74%至16.5亿元，其中教育服务8.5亿元/+64%，餐厅业务2.9亿元/+20%，托管业务0.2亿元/+35%，销售货物收入+189%；成实外教育同比+27.7%至5.2亿元，其中学费收入4.2亿元/+27%；凯文教育+18.9%至1.5亿元，其中教育收入1.5亿元；科德教育同比+3.8%至3.7亿元，其中中职及全日制学校收入+5%至1.7亿元。天立/成实外/凯文/科德2024H1营业收入分别恢复至2021H1的186%/45%/77%/83%，其中天立国际控股主要系积极外延扩张学校以及发展托管、综合素养、食堂、电商等多支业务。
- **盈利能力**：天立国际控股归母净利率略微下滑0.3pct至17.6%，分析主要系利润率较低的销售业务占比走高导致；成实外教育归母净利率提升0.9pct至5.8%，凯文教育仍处在亏损状态，科德教育归母净利率略微下滑0.5pct至16.2%，考虑主要系芯片投资亏损拖累。

表5：主要基础学历教育公司2023/2024中报营业收入及归母净利润情况

		2023年中报	2024年中报	同比	2021年中报	恢复至2021年中报的
天立国际控股	营业收入	9.5	16.5	73.80%	8.8	186%
	归母净利润	1.7	2.9	69.80%	2.7	107%
	归母净利率	17.89%	17.58%	-0.32%	30.68%	
成实外教育	营业收入	4.1	5.2	27.70%	11.6	45%
	归母净利润	0.2	0.3	34.50%	1.8	18%
	归母净利率	4.88%	5.77%	0.89%	15.52%	
凯文教育	营业收入	1.3	1.5	18.90%	2.0	77%
	归母净利润	-0.2	-0.1	-51.00%	-0.3	28%
	归母净利率	-15.38%	-6.67%	8.72%	-15.00%	
科德教育	营业收入	3.6	3.7	3.80%	4.4	83%
	归母净利润	0.6	0.6	8.90%	0.5	125%
	归母净利率	16.67%	16.22%	-0.45%	11.36%	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：货币单位均为亿元人民币

基础学历教育：差异扩张节奏下，收入、业绩增速显著分化



■ 2024H1民办基础学历教育相关公司收入增速出现较显著分化，考虑主要系扩张节奏存在差异。

- **天立国际控股**2024H1服务学校50所，较2023H1新增6所，其中自有高中约33所。服务学生数量达3.7万人，同比增长+44%。由于天立自2018年起已积极探索省外市场，已经积累了一套较为完整的标准化扩张流程；同时通过多年教学、教学能力已得到较为广泛验证。后续公司通过租赁、并购等多元轻资产扩张模式后续有望维持3-5所扩张规模。
- **科德教育**2020年收购西安培英育才、2021年收购天津旅外，在原有全日制封闭式培训校区的基础上，新增两所中职院校。近年来中职院校收购节奏放缓，考虑系公司优先布局AI+教育，收购中昊芯英。后续可期待培训校区扩张及现有中职院校新增校区。
- **成实外教育**高中数量保持稳定，2023年9月计划于眉山市以轻资产模式新开设一所营利性高中，同时2024年将五龙山学校及五龙山高中合并为一贯制学校，并将其出售至表外。学生数量上，2024H1高中生人数为8455人（+23%），快于整体学生人数增长，其余为大学生。
- **凯文教育运营**海淀凯文和朝阳凯文两所学校，2024上半年在校学生人数约为2000人，校区利用率预计约50%，已有校区招生爬坡空间仍存。

表6：主要基础学历教育公司2023/2024中报营业收入及归母净利润情况

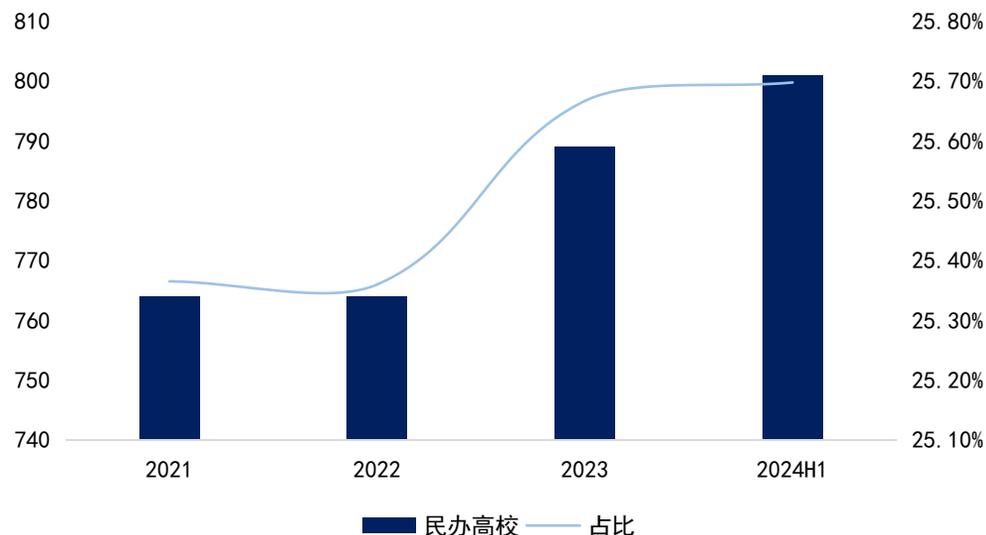
	2024H1收入增速	学校数量		学生数量		覆盖城市	
		2023H1	2024H1	2023H1	2024H1	2023H1	2024H1
天立国际控股	74%	44	50	25524	36708	33	36
凯文教育	19%	2		-	约2000人	1	
成实外教育	28%	10（9所高中+1所大学）		27155	30339	5	
科德教育	4%	2所中职院校，以及5个全日制校区				3	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

民办高教：选营仍在推进，新增12所民办高校

- **2024H1 民办高教选营推进节奏仍较缓，但民办高教未被禁止进行关联交易。**高等教育是教育的重要组成部分，民办高教也被纳入2021《民促法实施条例》的统一管理下。《民促法实施条例》中指出，义务教育阶段民办学校不可选营，但未明确高等教育阶段学校能否以营利性质开展；仅仅只阐述可以举办职业教育相关的民办学校。在实际操作过程中，除上海外大部分省份仍在民办学校分类登记过程中，未取得选营的实质性进展。但另一方面《民促法实施条例》亦未被禁止进行关联交易，民办高教上市公司仍可正常工作。
- **社会力量响应着力构建高质量高等教育体系主要任务，上半年度民办高校数量新增12所。**教育部6月20日公布我国民办高校数量新增12所至801所，在全部高校中占比25.70%/+0.03pct，规模庞大且持上升趋势，民办高校在高等教育层面仍发挥重要作用。考虑到普通高中毛入学率提升叠加高中适龄人口数仍保持上升，未来参加高考学生的本科录取率或有下行压力，对优质高等教育学校学位增长提出更高要求。在助力学位供给、产教融合方面，民办高教或有更大舞台。

图14：2021-2024H1（6月20日）我国民办高校数量



数据来源：教育部，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图15：2013-2023我国本科招生数量及本科录取率



数据来源：教育部、中国教育在线、公开新闻报道，国信证券经济研究所整理

民办高教：营收稳健增长，加大教学建设投入净利率略微下滑



- **2024H1民办高教营收实现稳健增长**：中教控股、新高教集团、中国科培、希教国际控股分别实现营收增长18.3%/13.8%/10.4%/5.5%。中教控股增速较快，主要系国内市场在校学生人数及学费增长，国内市场同比+19.2%。
- **2023-2024学年办学规模扩大**：中国科培2024H1在校学生人数增长10%达到12万人，其中本科生约6.5万人，占比提升6.5pct。希教国际控股2024H1在校学生人数突破29万人，创历史新高。新高教集团23-24学年旗下学校在校生人数约14万人，新招人数同比增长2.7%，其中本科生占比提升3.4pct。中教控股全日制在校生达24.8万人，同比新增约7%。
- **盈利能力层面**，中教控股/新高教集团/中国科培归母净利率分别下降3/1/2pct，分析系目前求职环境下，要维持较高就业率需要加大教育质量建设，提高学生就业竞争力；希教控股计提可转债公允价值损失，归母净利率下滑11%。
- **关注红利属性**：中教控股/新高教集团/希教国际控股/中国科培中期分红率分别为约45%/暂不发放/暂不发放/约30%

表7：主要基础学历教育公司2023/2024中报营业收入及归母净利润情况

		2023年中报	2024年中报	同比	2021年中报	恢复至2021年中报的
中教控股	营业收入	27.75	32.84	18.3%	18.23	180%
	归母净利润	9.77	10.71	9.6%	8.31	129%
	归母净利率	35%	33%	-3%	46%	
新高教集团	营业收入	11.52	13.11	13.8%	7.86	167%
	归母净利润	3.91	4.32	10.6%	2.95	147%
	归母净利率	34%	33%	-1%	37%	
希教国际控股	营业收入	19.35	20.42	5.5%	11.83	173%
	归母净利润	4.28	2.24	-47.7%	4.78	47%
	归母净利率	22%	11%	-11%	40%	
中国科培	营业收入	7.90	8.72	10.4%	6.34	137%
	归母净利润	4.24	4.52	6.7%	4.03	112%
	归母净利率	54%	52%	-2%	64%	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：货币单位均为亿元人民币

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

职业技能培训：国考赛道维持高景气度，就业相关赛道承压



■ 国考赛道：国考省考两度验证考公热情，参培率预计边际提升

- **国考报录比提升至77:1**。2024年国考招录约4.0万人，同增6.7%。最终报考通过审核人数约303.3万人，同增16.7%，增速同样显著快于扩招，报录比自70:1再次提升至77:1。备考周期基本维持不变（43天）。一方面青年就业压力大，考公热情高涨，报考人数快速增长，教培潜在消费群体持续扩张；另一方面竞争愈发激烈，考生“上岸”难度加大，将进一步刺激释放高质量培训服务需求，参培率有望获提升。
- **省考报名人数除新疆、西藏外同比+17%**。汇总中公统计数据及各省披露新闻，我们统计2024年省考报名总人数将超过563万人，可比口径下2023省考报名人数测算为483万人，同比增16.5%，增速远大于扩招幅度（招录人数+3.4%）。24年相应平均报录比分别为28.4:1，23年为25.2:1，竞争激烈程度进一步提升。

表8：2014-2024国考信息整理

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
报名合格人数	152.0	140.9	139.5	148.6	166.0	137.9	143.7	157.6	212.3	259.8	303.3
yoy		-7%	-1%	7%	12%	-17%	4%	10%	35%	22%	17%
实际参考人数	99.0	105.0	93.0	98.4	113.4	127.2	96.5	101.7	142.2	152.2	225.2
yoy		6%	-11%	6%	15%	12%	-24%	5%	40%	7%	48%
招录计划（人数）	2.0	2.2	2.8	2.7	2.9	1.5	2.4	2.6	3.1	3.7	3.96
yoy		14%	25%	-3%	5%	-49%	66%	7%	21%	19%	7%
报录比（审核口径）	77.81	63.33	50.13	54.92	58.17	94.88	59.56	61.26	67.95	70.02	76.59
报录比（参考口径）	50.68	47.19	33.43	36.36	39.74	87.50	40.00	39.53	45.52	41.02	56.87
公告时间	2013/10/14	2014/10/14	2015/10/14	2016/10/13	2017/10/28	2018/10/21	2019/10/14	2020/10/14	2021/10/15	2022/10/24	2023/10/14
笔试时间	2013/11/24	2014/11/30	2015/11/29	2016/11/27	2017/12/10	2018/12/2	2019/11/24	2020/11/29	2021/11/28	2022/12/4	2023/11/26
备考周期	41	47	46	45	43	42	41	46	44	41	43

资料来源：数据GO、公务员局公告，国信社服整理

职业技能培训：公考赛道维持高景气度，就业相关赛道承压

- **公考赛道：2024年，公考TOP3机构CR3边际下滑，分析系受行业竞争加剧、机构仍需解决历史包袱等原因综合影响。**
 - 据最新财报数据，**粉笔**2024H1营收16.3亿元/-3%；**中公教育**收入14.5亿元/-16%。**华图山鼎**收入15.1亿元，其中非学历培训业务实现收入14.9亿元（去年暂无可比数据）。粉笔与中公中期收入同比均下滑，我们分析一方面系事业单位联考时间提前3月30日（往年多为5月份），与省考撞期影响对应的培训需求；其次2024年行业低价竞争也更为激烈，部分区域品牌采取较为激进的定价策略。此外，各家机构阶段也面临各自问题，如中公教育退费问题仍在推进，华图资产注入进程也仍在推进。
 - **降本增效成为头部机构的共同选择。2024H1，粉笔**Non-GAAP归母净利润率提升4pct至21%，系AI高效赋能教师，推动毛利率提升3pct至54%，此外公司销售/管理/研发费用率分别同比+1.6/-6.9/-1.9 pct，销售费率考虑系加大市场投放以抢占份额，管理费率系雇员略有精简。**中公教育**归母净利率提升3pct至8%，系公司强化成本管控，聚焦利润，销售/管理/研发费用率分别同比-1.1/-0.4/+1.1pct；**华图山鼎**归母净利率为8%，毛利率为56.54%，销售/管理/研发费用分别为29.5%/16.5%/1.5%。
 - **合同负债储备表现有所分化。**截至2024年6月30日，**粉笔**账上合同负债为2.12万元，同比+13%；**中公教育**合同负债29.02万元，同比-14%；**华图山鼎**账上与非学历培训业务相关的合同负债余额为7.56亿元，其中与考试通过相关的合同负债余额为3.64亿元，该部分合同负债余额为待考试成绩出来后可退费金额的上限，粉笔合同负债仍维持增长，中公则受阶段经营困扰合同负债同比降低。

表9：粉笔、中公、华图2023H1、2024H1收入、归母净利润情况

		2023年中报	2024年中报	同比
粉笔	收入	16.82	16.30	-3%
	Non-GAAP归母净利润	2.88	3.49	21%
	Non-GAAP归母净利率	17%	21%	4pct
	合同负债	1.88	2.12	13%
中公教育	收入	17.28	15.06	-16%
	归母净利润	0.82	1.16	41%
	归母净利率	5%	8%	3pct
	合同负债	33.72	29.02	-14%
华图山鼎	收入		14.88	-
	归母净利润		1.21	-
	归母净利率		8%	
	合同负债		7.56	

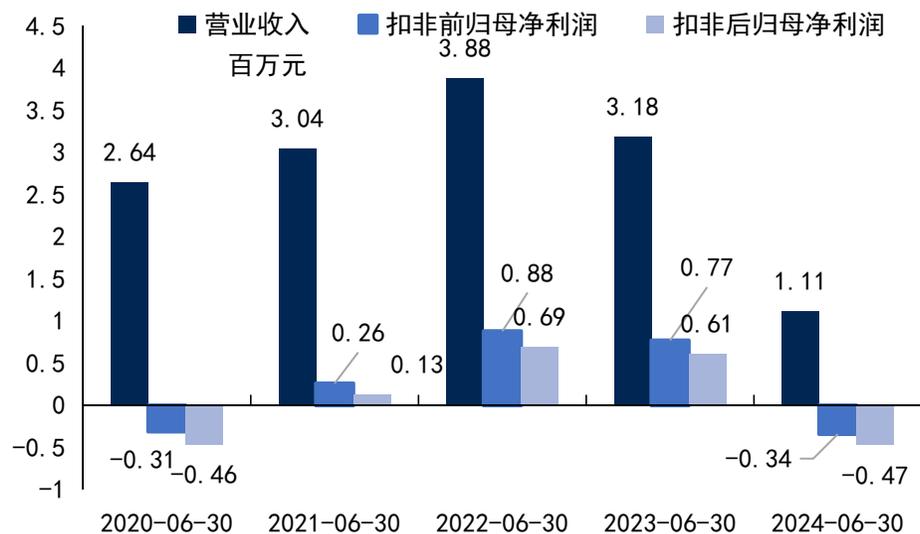
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理
注：货币单位均为亿元人民币

职业技能培训：公考赛道维持高景气度，就业相关赛道承压

■ 就业培训：宏观环境承压、企业招聘意愿下滑，就业培训服务供应商经营承压

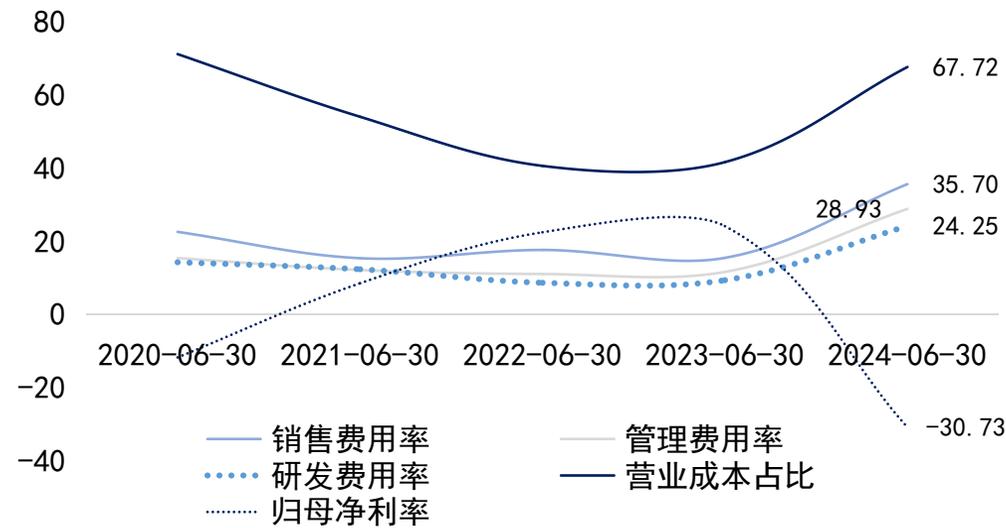
- **传智教育：24H1营收1.11亿元同比下滑65.03%，学历高校构筑新成长曲线。**公司提供IT培训服务，以就业为导向，受宏观经济扰动学员报名人数降低，收入大幅下滑，利润承压，同比转亏，公司实现扣非前后归母净利润-0.34亿元/-0.47亿元。公司2024年1月30日，公司发布公告披露增资全资子公司大同好学（高职院校），学校业务有望为公司提供稳定的现金流。
- **中国东方教育：业绩表现良好，主要受到成本和费用管控带动。**24H1实现营收19.8亿元，同比增长1.6%，实现经调整纯利2.8亿元，同比增长57.9%。24H1，公司新培训人次同比-7.7%至7.8万人，平均培训人次同比-1.7%至14.5万人，但通过招生策略优化+降本增效，盈利能力改善明显。

图16：2020-2024H1传智教育营业成本占比、期间费用率、归母净利率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图17：2020-2024H1传智教育营业成本占比、期间费用率、归母净利率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

行动教育：收入利润增长符合预期，跟踪下半年收款表现

- **2024年上半年公司实现归母净利润1.36亿元，符合预期。**2024年上半年，公司实现营收3.89亿元，同比增长35.16%；实现归母净利润1.36亿元，同比增长29.19%，扣非后归母净利润1.36亿元，同比增长38.84%。其中，营业收入与扣非后的归母净利润高于此前发布的2024年半年度预增公告中值（分别为3.75亿元、1.35亿元），归母净利润略低于预增公告中值（1.40亿元），但均处在预计范围内，总体符合预期。
- 分项目看，2024H1管理培训/管理咨询/其他业务分别实现营收3.13/0.73/0.03亿元，管理培训仍是主要营收来源，预估管理培训+咨询业务收入同比增约35%。2024Q2，公司实现销售商品&劳务现金收入2.9亿元/+2.75%，环比24Q1(+31.7%)降速明显，预计系部分企业付款意愿下行扰动。截至6月30日，公司合同负债为10.0亿元/+15%（一季度末同增约25.6%）。
- 持续维持高比例现金分红。2024上半年拟每10股派发现金红利10元（含税），合计拟派发现金红利1.18亿元（含税），占公司2024年半年度归属于上市公司股东的净利润比例为86.70%，上市以来持续维持高比例现金分红（2021-2024H1分红比率分别为109%/213%/97%/87%）。

图18：2017-2024上半年度公司营收及增速（亿元，%）

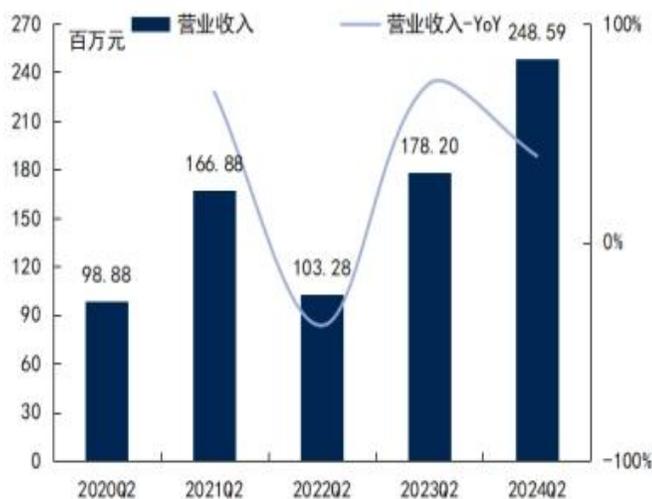


图19：2017-2024上半年度公司营收及增速（亿元，%）



图20：2024Q2销售商品&劳务现金收入同比+2.75%



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

- [01] 上半年教育行业中报总结
- [02] 教育板块股价复盘
- [03] 子板块复盘——
K12教培 · 基础学历教育 · 民办高教 · 公考 · 职业教育
- [04] 投资建议

投资建议：维持板块“优于大市”评级。2024年以来教育板块在常态化监管环境下重回有序增长，兼顾当下各赛道竞争格局以及龙头经营趋势展望，重点推荐学大教育、天立国际控股、行动教育、新东方-S；其次建议关注豆神教育、凯文教育、昂立教育、好未来、高途集团、粉笔、华图山鼎、中公教育、科德教育、中教控股、传智教育等。

表10：重点公司盈利预测及估值

	公司名称	2024/9/24	EPS			PE			评级
		收盘价	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
000526.SZ	学大教育	49.10	1.26	2.06	2.73	39.0	23.8	18.0	优于大市
EDU.N	新东方	6.25	0.19	0.32	0.48	32.9	19.5	13.0	优于大市
TAL.N	好未来	8.08	-0.02	0.13	0.53	-	62.2	15.3	暂无评级
GOTU.N	高途集团	2.79	-0.01	-0.54	-0.39	-	-	-	暂无评级
300192.SZ	科德教育	10.20	0.42	0.50	0.61	24.2	20.4	16.7	暂无评级
605098.SH	行动教育	28.96	1.86	2.32	2.88	17.2	13.8	11.1	优于大市
003032.SZ	传智教育	8.56	0.04	0.11	0.22	214.0	75.2	39.8	优于大市
2469.HK	粉笔	2.04	0.08	0.21	0.26	28.3	10.8	8.7	优于大市
002607.SZ	中公教育	2.14	-0.03	0.08	0.11	-	27.0	18.7	优于大市
300492.SZ	华图山鼎	64.22	-0.65	3.07	4.27	-	20.9	15.0	暂无评级
1773.HK	天立国际控股	3.45	0.16	0.24	0.35	24.0	15.9	10.9	优于大市
002659.SZ	凯文教育	3.92	-0.08	0.01	0.06	-	284.1	60.9	暂无评级
0839.HK	中教控股	4.03	0.55	0.78	0.89	8.1	5.7	5.0	优于大市

数据来源：Wind，国信证券研究所整理

注：有评级公司均为国信社服预测，无评级公司为wind一致预期；货币单位为财报原始货币单位（新东方、好未来、高途为美元，其余为人民币）

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

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

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

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



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032