下载日志已记录，仅供内部参考

教育行业中报总结暨四季度投资策略

K12教培领衔修复，职教与AI教育乘势而上

行业研究 · 行业专题

社会服务 · 教育

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

联系人：周瑛皓

zhouyinghao@guosen.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

摘要

行情与中报业绩形成共振。2026H1教育板块收入端韧性凸显，K12教培、职业培训、基础学历教育收入同比+21%/+15%/+14%，较2025年全年进一步提速；业绩端弹性更为显著，三者归母净利润同比+186%/+31%/+18%（K12教培若剔除好未来投资收益扰动为+71%），业绩增速普遍高于收入增速，反映龙头聚焦主业、经营杠杆持续释放。行情层面，7月24日至9月9日教育（申万）上涨31.1%，由中报预期与AI教育主题双轮驱动，板块超额收益明显，但从估值端看，优质龙头仍具备估值修复空间。

主线一：以政策温差为脉络，优选细分赛道。1）K12教培：需求韧性强，此前主要供给端受监管冲击，但伴随政策框架逐步清晰，品牌力强的K12教培机构聚焦主业，上半年度释放业绩，整体看估值修复空间相对最大；**2）职业技能培训、公考：**不涉及义务教育阶段教育，监管环境温和，但细分赛道景气度分化，需根据下游行业周期优选赛道；**3）基础学历教育：**公办学校扩招对招生存在一定影响，但龙头仍有望凭借优质教学吸引生源；**4）民办高等教育：**期待转营取得更多实质性进展。

主线二：长期视角看，AI教育是龙头提升集中度的新变量。教育行业市场大，但受限于“大规模、低成本、个性化”的不可能三角、格局分散。曾达到过千亿市值的龙头，都是找到了阶段性提升集中度的方案与路径。AI将诊断、反馈、规划、测评等高人力环节标准化，为破解不可能三角提供新路径，有望成为龙头提升集中度的新工具。看产业，C端轻验证场景率先放量（如语言学习类、兴趣爱好类），但结果驱动的付费意愿相对更优；高客单、强结果承诺场景仍需教师/班主任兜底，AI更多承担过程提效。由此，ToC形成两条路径：一是多邻国类弱结果承诺、高性价比订阅产品，核心在学习习惯、内容体系与低获客成本，估值更接近优质消费订阅；二是严肃结果导向的人机协同产品，以教师兜底教学效果，供给扩张增速与估值溢价均相对受限，后续看点在于如何不增加教师人数的前提下实现效果的落地和用户人数增长。B端客户以学校、机构和政府为主，需求真实、预算确定、付费能力强，但项目制、验收与回款周期较长。

投资建议：维持行业"优于大市"评级。结合上述分析，我们优先推荐伴随政策边际清晰，盈利能力与估值均有修复弹性的K12教培赛道，推荐学大教育、新东方-S、卓越教育集团，建议关注好未来、昂立教育、高途集团等；其次推荐监管环境温和，下游赛道景气度高、高分红率的职业教育细分龙头——行动教育、中国东方教育。从长线视角看，AI教育是破解教育"不可能三角"的关键变量，建议持续关注产业发展趋势与公司产品迭代，看好B端产品有望在政策驱动下率先转化订单，以及C端在教学效果验证后打开更大的成长空间。 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。**

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

01 行情复盘：7月24日以来超额收益明显，优质龙头仍具备估值修复空间

02 中报概览：K12教培快速增长，职业培训、基础学历教育稳健增长

03 逻辑主线1：以政策温差为脉络，优选细分赛道(K12教培/职业教育）

04 逻辑主线2：从产业趋势视角看AI教育投资——龙头提升集中度的新变量

05 投资建议

下载日志已记录，仅供内部参考

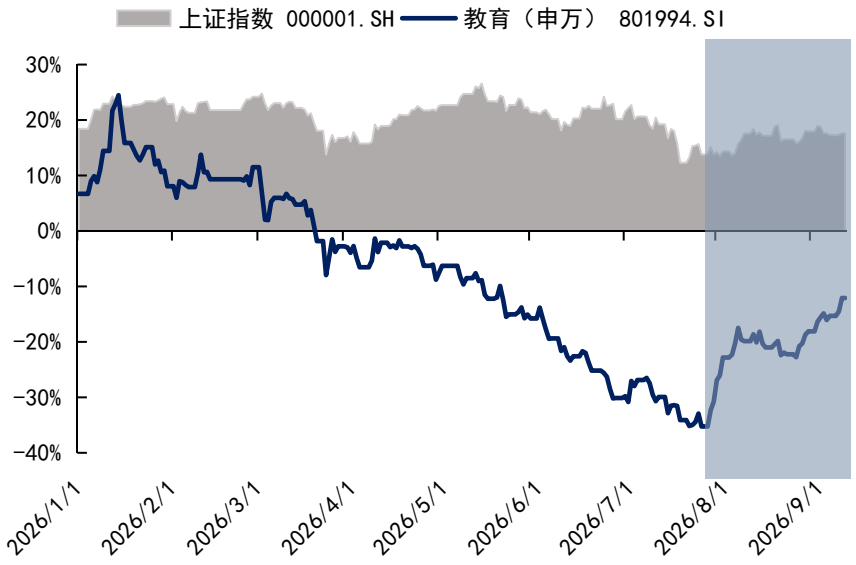
行情复盘：7月24日以来超额收益明显，优质龙头仍具备估值修复空间

国信证券 GUOSEN SECURITIES

1、7月24日至9月9日，教育（申万）+31.1%，板块区间超额收益明显。其中7/24-8/5，我们分析区间涨幅主要由中报预期驱动、Q2旺季的学大教育以及业绩预告扭亏的传智教育率先启动。而8/25至今，一方面由K12教培赛道公司中报接力验证基本面驱动，另一方面由AI教育主题投资驱动。

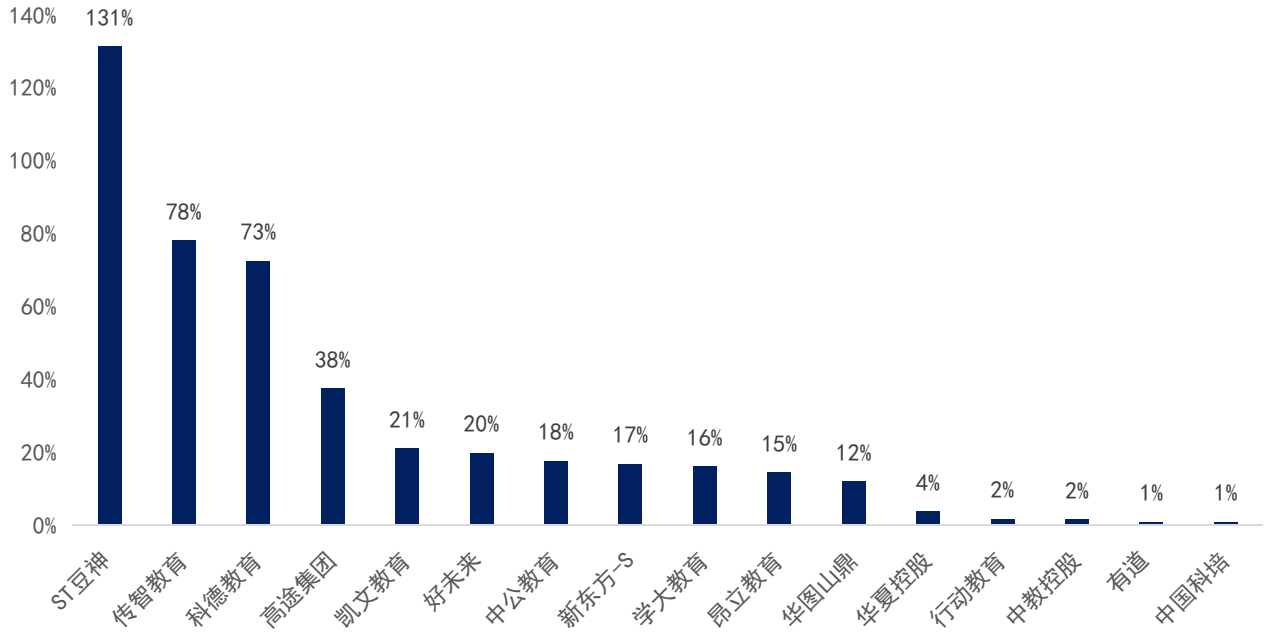
2、从个股来看，行情较为极致。ST豆神、传智教育、科德教育、凯文教育、中公教育、华图山鼎等在业务或投资层面切入AI的A股标的均涨幅明显；而另一方面，高途集团、好未来、新东方-S、学大教育、昂立教育等K12教培标的则在中报较优的业绩表现支撑下实现估值修复。

图：2026.1.1-9.9上证指数及教育（申万）区间涨跌幅对比



资料来源:Wind，国信证券经济研究所整理

图：2026.7.24-9.9教育板块部分个股区间涨跌幅对比



资料来源:Wind，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

中报概览：K12教培快速增长，职业培训、基础学历教育稳健增长

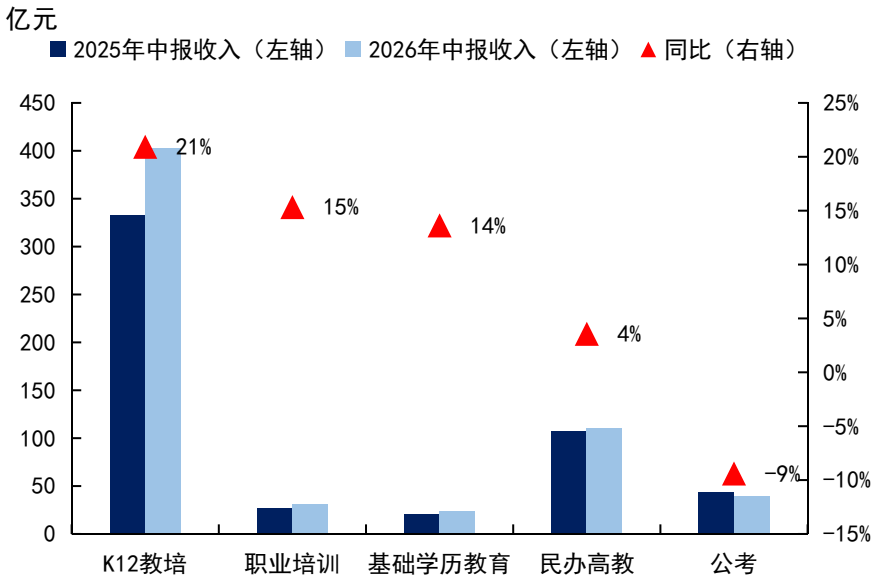
国信证券 GUOSEN SECURITIES

1、收入端：K12教培、职业培训、基础学历教育上半年度收入增速环比2025年有所提速。

1）2026H1，教育板块维持较优韧性，K12教培、职业培训及基础学历教育增速维持较快增速，分别为21%/15%/14%。纵向对比看，2026H1以上板块收入同比相较2025年全年收入同比有进一步提速。

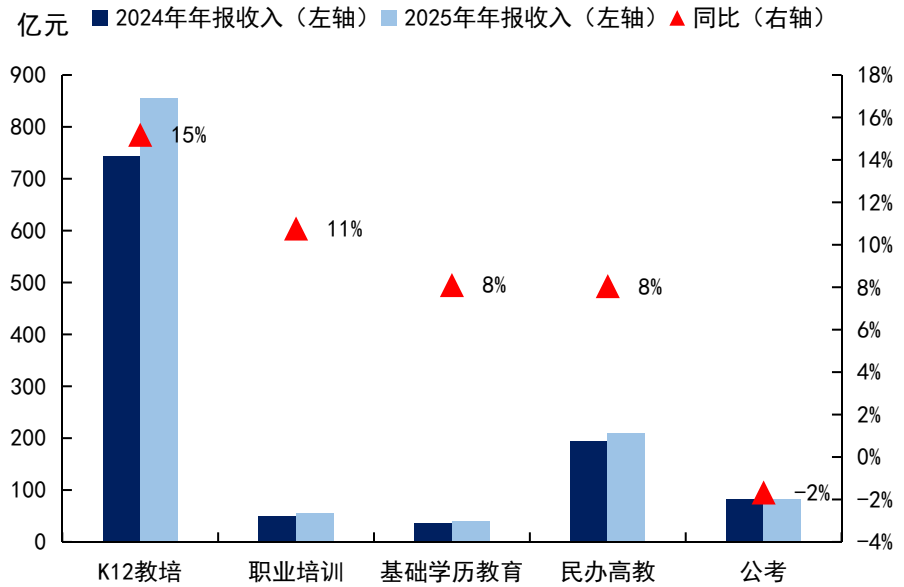
2）一方面此前经营较优的标的继续维持稳健较快的收入增速，如学大教育、卓越教育集团、行动教育、中国东方教育等；另一方面，此前经营受外部环境影响阶段性有所波动的标的迎来改善，例如新东方-S（由于其本身收入规模体量较大，2026H1收入在200亿人民币左右，因此其改善对总体影响较为明显）、传智教育、天立国际控股等。

图：2026年中报各板块收入及同比增速



资料来源:Wind，国信证券经济研究所整理

图：2025年各板块收入及同比增速



资料来源:Wind，国信证券经济研究所整理

注：本次统计的标的中，K12教培赛道包括：学大教育、新东方-S、好未来、思考乐教育、卓越教育集团、高途集团、盛通股份、ST豆神、昂立教育；职业培训赛道包括：行动教育、传智教育、中国东方教育；公考赛道包括：粉笔、中公教育、华图山鼎；基础学历教育：天立国际控股、凯文教育；民办高教统计包括：中教控股、新高教集团、希教国际控股、中国科培、宇华教育、中国春来、华夏控股、东软睿新集团等。

下载日志已记录，仅供内部参考

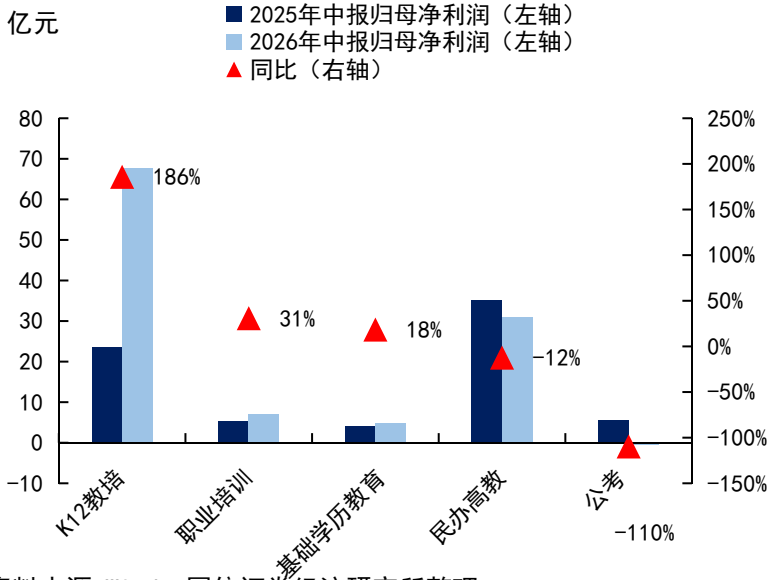
中报概览：K12教培快速增长，职业培训、基础学历教育稳健增长

2、业绩端：K12教培在2025年较快增长上进一步提速，职业培训及基础学历教育维持稳健业绩增长

1）2026H1K12教培、职业培训及基础学历教育增速维持较快增速，分别为186%/31%/18%（若好未来以经调经营利润统计、剔除投资收益影响后对应为71%/31%/18%），业绩增速优异。**纵向对比来看，K12教培业绩增速加速，受益于品牌龙头在政策边际进一步清晰背景下，聚焦主业、多元化业务推动减亏、释放业绩。**

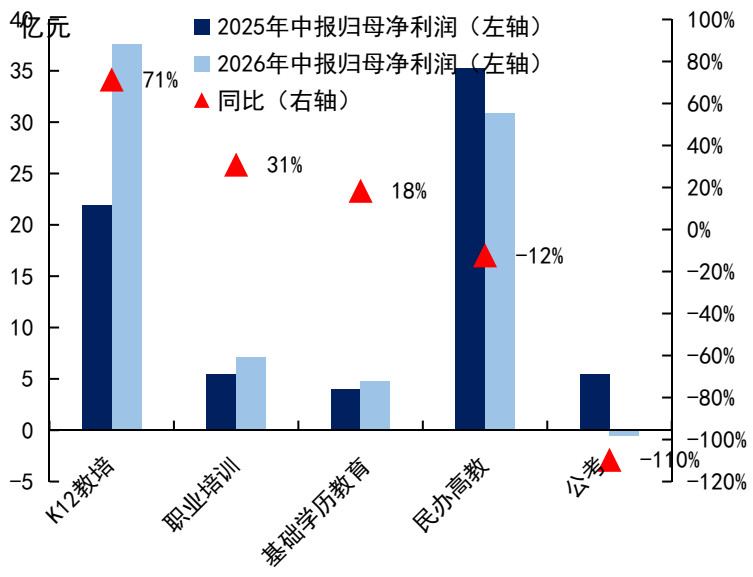
2）从盈利能力看，K12教培、职业培训与基础学历教育业绩增速均要优于收入增速，反映规模效应。

图：2026年中报各板块业绩及同比增速（H股及中概股以经调整净利润统计）



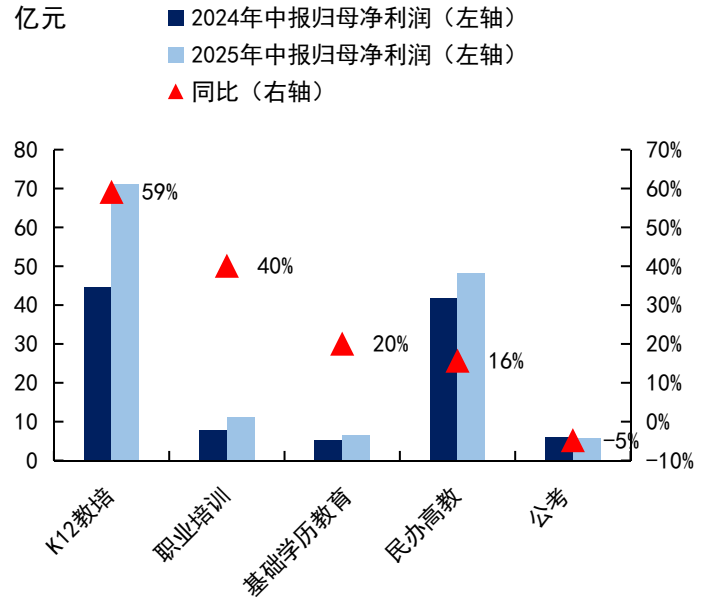
资料来源:Wind，国信证券经济研究所整理

图：2026年中报业绩增速（将好未来替换为经调整经营利润后）



资料来源:Wind，国信证券经济研究所整理

图：2025年各板块业绩及同比增速



资料来源:Wind，国信证券经济研究所整理

注：本次统计的标的中，K12教培赛道包括：学大教育、新东方-S、好未来、思考乐教育、卓越教育集团、高途集团、盛通股份、ST豆神、昂立教育；职业培训赛道包括：行动教育、传智教育、中国东方教育；公考赛道包括：粉笔、中公教育、华图山鼎；基础学历教育：天立国际控股、凯文教育；民办高教统计包括：中教控股、新高教集团、希教国际控股、中国科培、宇华教育、中国春来、华夏控股、东软睿新集团等。

下载日志已记录，仅供内部参考

逻辑主线1：以政策温差为脉络，优选细分赛道

1、政策及监管不仅决定教育细分赛道公司当下的经营情况，也显著影响着未来业绩预期及估值。2021年民促法实施条例及“双减”落地后，板块估值逻辑发生根本切换，业务需求与机构运营能力并未同步消失，但资本化路径与估值中枢受监管影响而重新定义，此后板块历次定价重估，政策表述与执行口径的变化是重要的触发因素。

2、分赛道推演：1）K12教培：此前业务受冲击最为直击，但伴随政策框架逐步清晰，预期修复空间也相对最大；**2）职业技能培训、公考：**不涉及义务教育阶段教育，监管环境相对最温和，但细分赛道景气度分化，需根据下游行业周期优选赛道；**3）基础学历教育：**公办学校扩招对招生有一定影响，但龙头仍有望凭借优质教学吸引生源；**4）民办高等教育：**期待转营取得更多实质性进展。
下面我们将对具体细分赛道进行展开分析

表：2021年《民促法实施条例》

	民促法正式稿（2021年）	解读
民办学校设立（公参民说法）	第五条（节选）：国家鼓励以捐资、设立基金会等方式依法举办**民办学校**。以捐资等方式举办民办学校，无举办者的，其办学过程中的举办者权责由发起人履行。	将捐资、设立基金会方式举办院校的范围由非营利性民办学校扩展至民办学校，放松了营利性民办学校的资金筹措来源。
	第七条（节选）：实施义务教育的公办学校不得举办或者参与举办民办学校，也不得转为民办学校。其他公办学校不得举办或者参与举办营利性民办学校。**但是，实施职业教育的公办学校可以吸引企业的资本、技术、管理等要素，举办或者参与举办实施职业教育的营利性民办学校。**	对义务教育阶段与职业教育阶段施以不同政策态度，义务教育政策更加严格，职业教育政策更加灵活，**明确允许职业教育阶段的公办学校可以举办和参与营利性民办学校**。
	第九条：国家鼓励企业以独资、合资、合作等方式依法举办或者参与举办实施职业教育的民办学校。	明确鼓励企业以资本化方式参与职业教育阶段民办学校经营。
举办者变更	第十二条（节选）：民办学校举办者变更的，应当签订变更协议，但不得涉及学校的法人财产，也不得影响学校发展，不得损害师生权益；**现有民办学校的举办者变更的，可以根据其依法享有的合法权益与继任举办者协议约定变更收益。**	送审稿要求非营利性学校变更举办者时，**不得从变更中获益，引发投资人对于上市公司是否能够收购非营利性学校的担忧**。正式稿删除不得获取收益的表述，明确允许新老举办者约定变更收益，可以消除对于上市公司获取民办学校举办权的担忧。
收并购	第十三条（节选）：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。**	删除“集团化办学”表述，明确禁止K9学校以及非营利性幼儿园兼并收购、协议控制行为，**但并未涉及民办高教上市公司**。
关联交易合法性界定	第四十五条：**实施义务教育的民办学校**不得与利益关联方进行交易。**其他民办学校**与利益关联方进行交易的，应当遵循公开、公平、公允的原则，合理定价、规范决策，不得损害国家利益、学校利益和师生权益。	**明确非义务教育民办学校关联交易的可行性（义务教育阶段明令禁止）**，但需遵循“公开、公平、公允”原则，合理定价、规范决策。

资料来源：《民促法实施条例（正式稿）》，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

K12教培：赛道需求基本盘稳固，家庭教育支出稳中有升

K12教培行业具备稳固的需求基本盘。

1）从在校生规模看，我国K9阶段在校生合计约1.56亿人，普通高中在校生已突破3000万人，K12核心付费人群体量庞大。边际趋势上看，普通高中毛入学率从2014年的40.4%持续提升至2025年的63.1%，虽K12参培的基础人群结构上有所变化，但总的人群体量预计仍在扩大。

2）从家庭支出意愿看，2026年二季度家庭将日常消费开支之外余钱用于子女培养教育的比重回升至42.7%，较一季度提升1.3pct，教育支出的优先级稳中边际有升，需求端具备较强韧性。

图：K12在校人数规模总量巨大且仍在扩容（单位：万人）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
小学	9451	9692	9913	10094	10339	10561	10725	10780	10732	10836	10584	10178
初中	4385	4312	4329	4442	4653	4827	4914	5018	5121	5244	5386	5509
K9合计	*13836*	*14004*	*14242*	*14536*	*14992*	*15388*	*15639*	*15798*	*15853*	*16080*	*15971*	*15688*
普通高中	2400	2374	2367	2375	2375	2414	2494	2605	2714	2804	2922	3040

资料来源：全国教育事业发展统计公报，国信证券经济研究所整理

图：普通高中2023年起显著扩招



资料来源：全国教育事业发展统计公报，国信证券经济研究所整理
注：我们按普通高中在校人数/普通高中适龄年龄段人口数量计算普通高中毛入学率

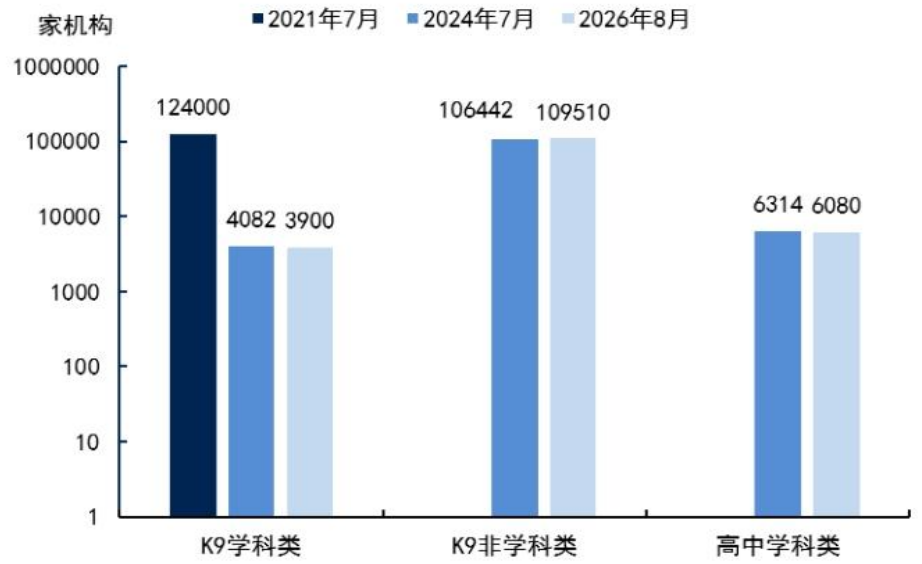
下载日志已记录，仅供内部参考

K12教培：需求仍具韧性，双减后供给扩张受限于监管

1、2021年7月“双减”落地后，义务教育阶段线下学科类培训机构由12.4万家压减至4082家，压减率97%。

2、极端出清下，行业机构在2021-2023年普遍经历合规转型阵痛：一方面关停或剥离K9学科业务，教培向素养模式转型。另一方面向非学科素养、书店、成人教育业务、直播电商、智能硬件等多元方向探索以维持生存，资源分散导致业绩释放受抑。

图：双减前后及最新辅导机构数量变化



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

表：以新数学素养及传统数学教培为例进行对比

	数学素养	传统数学教培
课程目标	培养数学思维和解决真实问题的能力，核心是“想得清、理得明”	追求计算熟练度和解题准确率，核心是“算得快、算得对”
内容	强调数学思想的渗透，如建模、归纳、演绎、优化、规划等；知识来源于生活场景	围绕教材和考纲，大量进行题型归纳和套路训练。比如，看到“鸡兔同笼”教用假设法，“工程问题”套用公式。
方法	项目式学习、探究式学习。老师是“引导者”，设计情境，提出问题；学生是“探索者”和“思考者”	讲解-练习-纠错的循环。老师是权威的“方法传授者”，学生是“模仿者”和“记忆者”。

资料来源：人教网，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

K12教培：“双减”五周年监管边界愈发清晰，促服务消费政策改善预期

1、强化分类管理细则，民办教育监管走向常态化。K9培训非学科类培训加快审批、应批尽批，同时严厉打击违法学科类培训。

2、促服务消费政策改善预期。《促进服务消费高质量发展的意见》明确教育培训消费为激发改善型消费活力的重要一环。

3、从中期催化视角看，教培行业历史上吸纳高校毕业生就业规模较大，在当前稳就业背景下，其就业功能是否会被重新纳入考量存在讨论空间，若后续出现积极信号，有望为合规龙头提供额外的估值弹性。

表：民办教育政策逐步清晰，走向常态化监管，且多重政策利好不断释放

时间	法规名称	具体措施
2024.02	《校外培训管理条例（征求意见稿）》	K9学科培训延续了强监管态度（包括限制营利性运营、规范培训时段等），同时明确未对非学科类培训及高中学科培训采取限制措施，允许其以市场化形式参与学校课后服务。这一政策导向为未来行业转型发展指明方向。
2024.04	北京“双减”专项行动启动会	北京市部署通审批准入程序，平稳迅速完成审核、审批、法人登记信息变更等事项。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，畅通审批流程，加快实现非学科类机构'应批尽批
2024.04	深圳福田非学科类校外培训机构宣讲推进工作会	**校外非学科类培训是学校教育的有益补充，应按照'应批尽批'原则，对符合设置标准的非学科类教培机构，在合理合规合法的前提下，进一步优化审批流程，加快审核进度、加强专业辅导。**
2024.08	《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》	推动社会培训机构面向公众需求提高服务质量，同时鼓励具备资质的第三方机构提供非学科类优质公益课后服务。指导学校按照有关规定，通过购买服务方式引进符合条件的第三方机构参与课后服务供给
2024.11	《北京市实施民促法办法征求意见稿》	明确各级各类校外培训机构由区级不同部门审批，而此前的双减意见中并未明确规定审批部门
2024.11	《广东省民办培训机构设置标准》	明确不再审批新的面向中小学生的学科类校外培训机构，现有存量少数学科类培训机构业需要符合一定条件，此新修订《设置标准》从准入门槛、场地要求、从业人员等方面对存量学科类校外培训机构进行分类管理、 监管。
2024.11	《关于审理预付式消费民事纠纷案件适用法律若干问题的解释》	明确预付费用监管规则、强化退费责任与合同效力认定
2025.03	呼和浩特《关于促进人口集聚推动人口高质量发展的实施意见》	生育津贴落实到一孩，且义务教育阶段，二孩入学“幼随长走”、“就近择优”、三孩及以上孩子，入学可在全市自由选择
2025.09	商务部等9部门印发《关于扩大服务消费的若干政策措施》的通知	规范发展文化艺术、科技、体育类非学科教育培训，完善许可条件，符合条件的线上、线下非学科类培训机构可依法依规申请行政许可。鼓励相关机构以市场化为导向开展职业技能培训，完善培训评价机制。有序发展社区学院、市民夜校、老年培训，提供优质技能培训、文化艺术培训，鼓励有条件的地方提供免费或低租金场地设施。

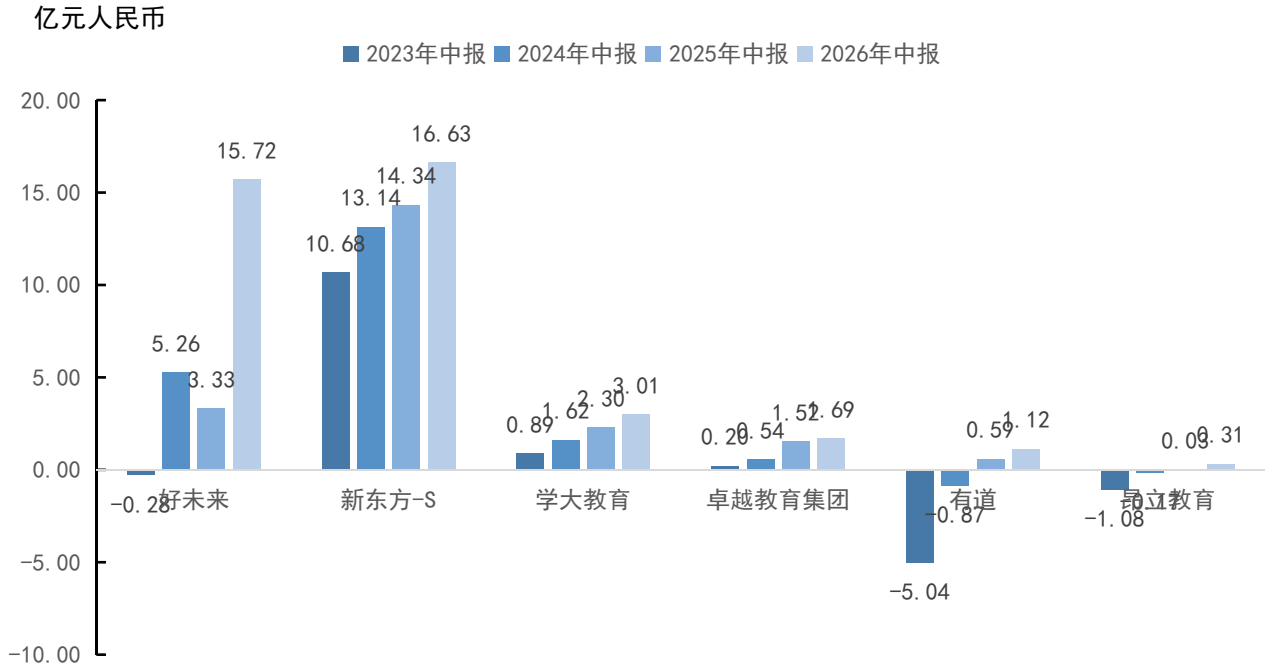
资料来源：教育部、深圳教育局官网，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

K12教培：龙头回归“聚焦主业”，中期业绩验证成效

2025年以来，随着双减政策边界愈发清晰、监管常态化落地，行业不确定性边际消退，上市机构陆续完成合规转型，战略重心从"多元化"重新回归"主业深耕"。新东方聚焦教育业务核心指标续课率、持续推动文旅业务减亏；好未来培优主业持续扩张；学大教育持续强化个性化辅导壁垒。**K12教培龙头陆续披露中期业绩，验证聚焦主业成效。**

图：部分教培龙头中报业绩对比（好未来2026年中期业绩为我们测算，剔除了投资收益及相关税负影响）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

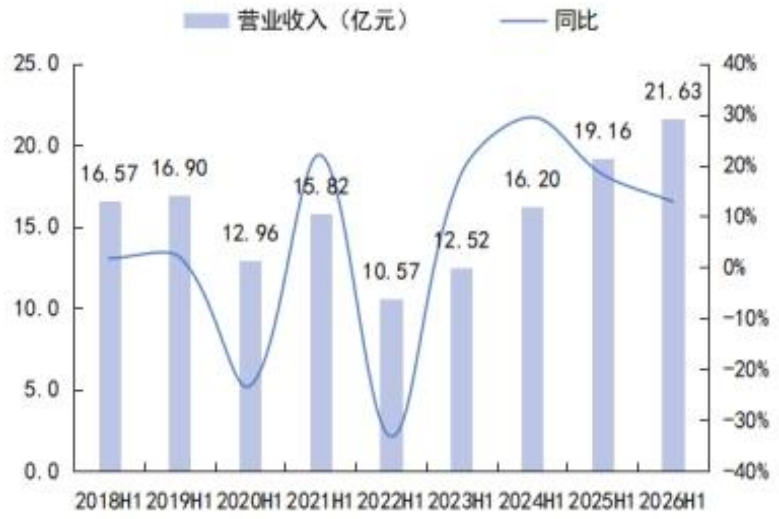
下载日志已记录，仅供内部参考

学大教育：受益于高中人口红利窗口期，经营提质增效下旺季业绩释放

2026H1公司实现归母净利润3.01亿元，同比增长31%。2026H1，公司实现收入21.63亿元/+12.87%。实现归母净利润3.01亿元/+31%，实现扣非后归母净利润为3.03亿元/+43%。利润增速显著高于收入增速，体现旺季良好经营杠杆效应。其中2026Q2公司实现营收12.1亿元/+15%，与此前2025年年报所披露的2026年经营计划扩张节奏基本相符，实现归母净利润2.1亿元/+35%，环比Q1加速。

投资建议：公司上半年度旺季经营良好，经营杠杆快速释放。综合以上我们维持公司2026-2028年归母净利润预测至3.20/3.84/4.42亿元。对应PE为14/12/10x。公司核心个性化教育业务受益于高中阶段人口红利窗口期、普通高中扩招和行业供给侧出清，维持高景气度，且行业监管边界逐渐清晰。综合来看公司聚焦主业、发展稳扎稳打，系A股较稀缺、质地较好且纯正的 K12 教培龙头，且目前估值处于历史较底部区间，维持“优于大市”评级。

公司2018-2026上半年度营收及同比情况



资料来源：公司公告，国信证券研究所整理

公司2018-2025上半年度扣非前后归母净利润



资料来源：公司公告，国信证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

新东方-S：格局优化与效率改善共振，FY2027展望同样积极

FY2026Q4公司Non-GAAP经营利润同增35%。FY2026Q4公司实现净营收15.3亿美元/+23%，优于此前公司指引上限（+18%）；实现Non-GAAP经营利润1.1亿美元/+35%，对应Non-GAAP经营利润率7.2%/+60bps；实现Non-GAAP归母净利润8776.0万美元/-10.5%，主要受“反税盾效应”扰动（减值造成FY25Q4实际税率较低）。FY2026全年实现净营收56.61亿美元/+15.5%，同样优于此前公司指引上限（+14%）；实现Non-GAAP经营利润7.37亿美元/+33%，对应Non-GAAP经营利润率13.0%/+170bps；Non-GAAP归母净利润5.71亿美元/+11%。Q4经营现金流净流入5.2亿美元，期末递延收入22.4亿美元/+15%。

投资建议：公司FY27指引积极，经营利润率提升路径清晰，我们维持FY2027-FY2029归母净利润至5.9/6.8/7.7亿美元，对应PE 15/13/11x。业务边际向好，国内K12及成人教培尾部机构在价格竞争与合规成本双重挤压下加速出清，龙头份额有望进一步集中；留学业务重组后压力温和释放，东方甄选持续改善提供额外催化。利润端提效控费成效初步验证，借助AI降本增效，FY27利润率仍有扩张空间。估值端，当前PE仍处历史较低区间，前期超跌板块正迎来资金再平衡回流，公司作为K12教培龙头有望获得估值修复弹性。维持公司“优于大市”评级。

新东方分季度收入表现



资料来源：公司公告，国信证券研究所整理

新东方分季度业绩表现



资料来源：公司公告，国信证券研究所整理

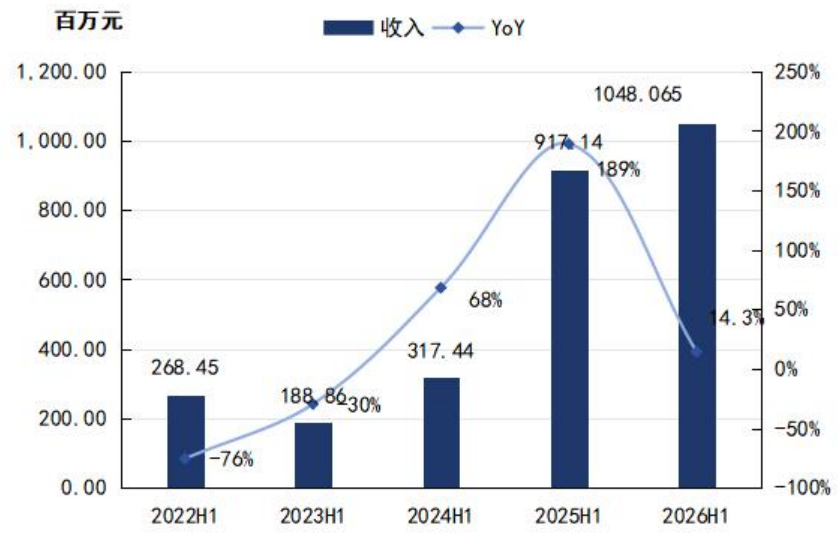
下载日志已记录，仅供内部参考

卓越教育集团：核心业务稳健增长，高股息属性突出

2026H1公司收入、业绩维持稳健增长。2026年H1公司实现营收10.48亿元/+14.3%；实现经调整净利润1.69亿元/+11.1%。上半年公司收入、业绩持续增长，主要系综合素养业务在大湾区核心市场深耕成效显现，同时公司优质的教学质量与服务能力也为增长提供了坚实基础。分业务看，2026H1综合素养业务实现收入8.62亿元/+19.4%，延续较快增长，报告期内公司广州市场报读人次稳步上升，佛山市场延续高速增长，深圳市场经前期调整后报读人次较同期实现显著增长，上半年新设江门分校并顺利开业，区域拓展成效逐步显现；辅导项目（主要为高中）实现收入0.98亿元/+10.1%，保持稳健增长；全日制复习项目实现收入0.85亿元/-15.9%，下滑系区域内普通高中扩招对中考复读需求的影响。

投资建议：大湾区人口红利仍存，公司区域品牌与教研优势稳固，叠加高股息吸引力，维持"优于大市"评级。上半年公司中考复读业务受普高扩招影响承压，但业绩基本盘综合素养业务仍维持稳健较快增长，综合考虑我们维持2026-28年净利润预测至3.5/3.9/4.5亿元，对应PE 5/5/4x。

图：卓越教育集团营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图：卓越教育集团归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

职业培训：监管环境更为温和，需求随不同赛道景气度有所分化

提升就业竞争力驱动需求：传统产业用人需求稳固，新兴职业涌现扩大需求，求职群体学习技能以提升复合能力

1）传统制造业、服务业蓝领用人需求相对稳固——蓝领技能培训维持需求韧性。从企业招聘来看，服务业与制造业是吸纳较多就业的行业，同时在近年白领招聘待修复的背景下，服务蓝领和制造蓝领招聘需求维持了相对强的韧性。

2）产业持续升级，新兴职业涌现，配套培训需求涌现——AI产业带来新的培训需求。人社部数据显示，“十四五” 期间累计发布72个新职业，覆盖数字经济、智能制造、现代服务等领域，2025年新增公示17个新职业、42个新工种。

3）从个人就业角度来看，青年求职群体应对岗位需求变化，“回炉”职校学技能成为新趋势。近年出现许多大学毕业生“回炉”职校学技能趋势，希望获得本科学历和实用技能的双重优势，拓宽求职之路。

图：青年人群城镇调查失业率高于平均



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2024年6月对大学毕业生是否愿意“回炉”学技能的调研



资料来源：人社部信息中心，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

好未来/高途/昂立/思考乐教育：AI赋能+格局分化，头部盈利持续释放

1）**好未来：**据公司财报，好未来FY2027Q1（截至2026年5月31日）实现营收7.58亿美元，同比增长31.9%。Non-GAAP经营利润达1.49亿美元，同比大幅增长近5倍，Non-GAAP经营利润率约19.6%；Non-GAAP净利润4.20亿美元，同比增长约9倍，但其中包含约4.05亿美元的投资公允价值变动收益等非经营性项目，核心经营利润改善与毛利率提升是主要驱动。期末递延收入达12.19亿美元，较上财年末增长38.2%，预收款高增为后续收入确认提供支撑；现金及短期投资合计28.74亿美元。公司持续推进股票回购。

2）**高途集团：**据公司财报，高途2026Q2实现净收入16.70亿元，同比增长20.2%；现金收入达26.89亿元，同比增长19.4%。经营质量持续改善，经营亏损由去年同期的2.42亿元收窄至1.50亿元，Non-GAAP净亏损同比收窄37.6%；毛利率小幅提升至66.5%，经营费用占收入比重同比下降7.9%。报告期内经营净现金流入8.61亿元，同比增长46.3%。公司持续将AI深度融入教学、服务与运营全流程，以数据驱动提升获客效率与组织效能，并依托线上品牌与用户信任加速线下扩张，形成「数据—体验—品牌」增长飞轮。公司坚定回馈股东，截至2026年8月26日已累计回购约7.42亿元股份。管理层预计2026Q3净收入介于18.38亿至18.58亿元，同比增长16.4%至17.7%。

3）**昂立教育：**据公司财报，昂立教育2026年上半年实现营业收入6.85亿元，同比增长8.4%；归属于上市公司股东的净利润3111.57万元，同比增长977.3%；扣非归母净利润2540万元，较上年同期扭亏为盈，经营性利润改善明显——若剔除股份支付影响，净利润达3890万元，同比增长80.3%。报告期内经营活动现金流净额1.56亿元，同比增长32.1%，主要受益于预收学费增加。

4）**思考乐教育：**据公司公告，思考乐教育2026年上半年实现收益4.24亿元，同比下降3.5%；其中非学业素质课程收益3.68亿元，同比下降5.1%，辅导课程收益0.56亿元，同比增长8.9%。受广州新学习中心处于运营爬坡期、前期收入有限而租金及人力等直接成本较高的影响，公司毛利率由34.3%降至25.2%，期内经调整净利润为2603万元，同比下降68.0%。

下载日志已记录，仅供内部参考

职业培训：监管环境更为温和，需求随不同赛道景气度有所分化

顶层设计层面，新《职业教育法》巩固职业教育类型地位，明确职普融通、产教融合法律要求，标志职业培训进入高质量发展阶段。此外由于职业技能培训主要服务16岁以上群体，相对义务教育阶段相关教育服务，所面临的监管环境更为温和。

2025年进入新一轮政策红利密集释放期：1）"十五五"职业教育发展规划（2026-2030年）：设定了职业培训年均覆盖5000万人次技术技能人才平均收入较2025年增长30%等量化目标。**2）“技能照亮前程”培训行动：**自2025年起连续三年开展大规模职业技能培训，2025年已有超1100万人次获得补贴性职业培训；政策明确统筹就业补助资金、失业保险基金等多渠道资金支持。

表：职业技能培训赛道政策红利持续释放

出台年份	政策名称	相关信息
2022	新《职业教育法》	巩固职业教育类型地位，明确职普融通、产教融合法律要求，标志职业培训进入高质量发展阶段
2022	人社部《关于健全完善新时代技能人才职业技能等级制度的意见（试行）》	确立新"八级工"制度框架，完善技能人才评价体系
2024	《教育强国建设规划纲要（2024-2035年）》	将职业教育纳入教育强国核心布局，对标教育强国与实体经济转型升级战略，政策精细化、系统化推进
2025	重点领域专项技能提升行动	聚焦重点领域启动，构建全链条培训就业服务体系，强化政策落地与产业赋能，推动职教行业高质量发展
2025（规划期2026-2030年）	"十五五"职业教育发展规划	设定量化目标：职业培训年均覆盖5000万人次；技术技能人才平均收入较2025年增长30%等
2025	"技能照亮前程"培训行动	自2025年起连续三年开展大规模职业技能培训；2025年已有超1100万人次获得补贴性职业培训；政策明确统筹就业补助资金、失业保险基金等多渠道资金支持

资料来源：教育部、人社部等，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

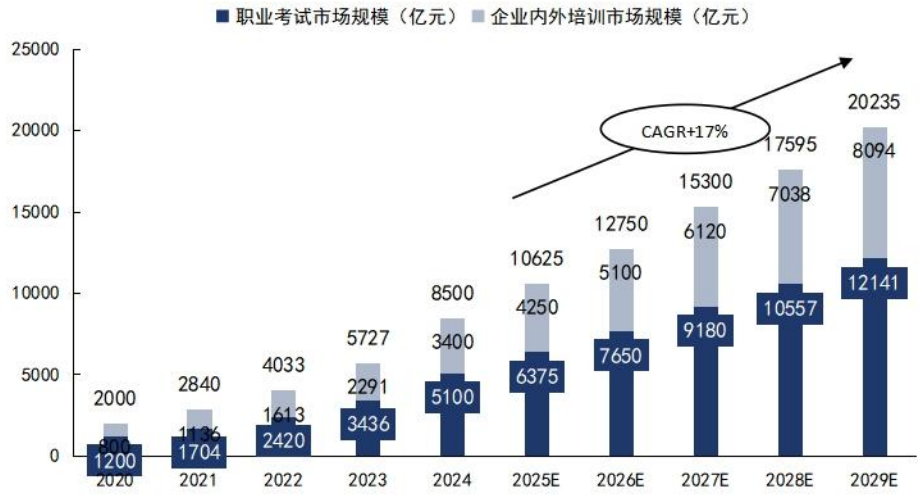
职业培训：监管环境更为温和，需求随不同赛道景气度有所分化

职业培训赛道可以包括职业技能培训（如IT培训龙头传智教育、企业家培训龙头行动教育、蓝领技能培训龙头中国东方教育等）、也包括职业从业考试培训（如公考赛道的华图山鼎、中公教育、粉笔等）。

相较K12教培、不同细分赛道的职业培训受细分赛道景气度影响更大、呈现更显著的周期性。消费者参与职业培训的首要目的，大部分是学习技能/考取证照以增强自身就业竞争力，因此其实最终的就业率是衡量供给质量的一个重要目标。而需要指出的是，最终就业率表现，不仅仅取决于培训效果本身，也取决下游行业岗位供给/下游行业岗位热门程度等。因此不同细分赛道的职教龙头受细分赛道景气度影响更大，在选股时更需关注赛道阶段的景气度。

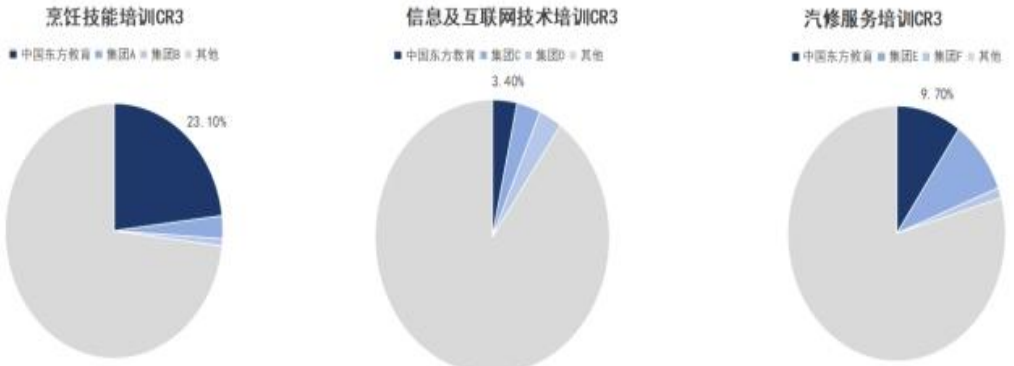
我们下面结合不同赛道龙头的中报业绩对细分赛道进行分析。

图：我国职业培训市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文《2025年中国技能培训行业洞察》，国信证券经济研究所整理，

图：职业培训由于不同专业间知识差距较大，各细分专业各立山头，龙头在细分赛道内龙头相对集中，跨专业垄断难度高



资料来源：中国东方教育招股说明书，国信证券经济研究所整理，

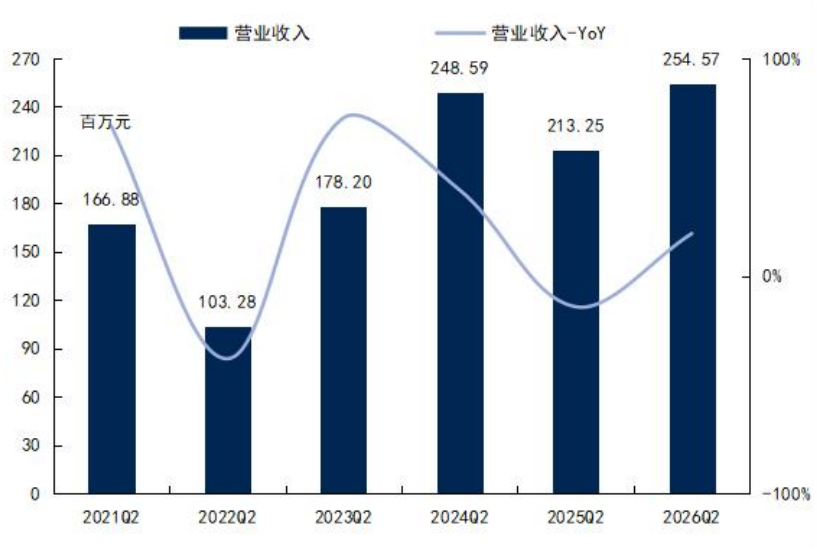
下载日志已记录，仅供内部参考

行动教育：2026H1营收、利润创历史同期新高，中期分红比例维持高位

2026H1营收利润均创历史同期新高，Q2延续较快增长。2026H1，公司实现营收4.28亿元，同比+24.4%；归母净利润1.72亿元，同比+30.7%；扣非归母净利润1.50亿元，同比+24.9%，其中差值主要是计入当期损益的政府补助约1600万元（去年同期约59万元）。其中2026Q2实现营收2.55亿元/+19.0%，归母净利润1.33亿元/+29.0%，扣非归母净利润1.13亿元/+16.0%。上半年营收及扣非前后归母净利润均创下历史同期最优表现，业绩延续较快增长。

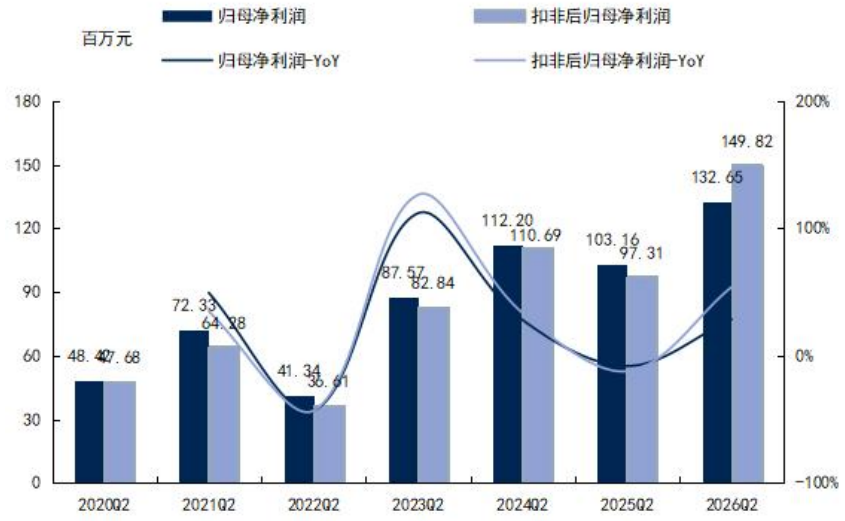
投资建议：考虑到公司上半年业绩表现良好，新发股权激励也有望激发团队动力，我们维持2026-28年归母净利润预测3.9/4.7/5.6亿元，当前市值对应PE约为17/14/12x，同时考虑到公司重视股东回报，维持“优于大市”评级。展望下半年，若公司排课密度提升优化、百校计划开展良好，全年业绩不排除进一步超额完成股权激励目标的可能性，建议持续关注排课及百校计划推进进展。

图：2021-2026年第二季度公司营收及增速



资料来源：公司公告、Wind、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图：2021-2026年第二季度扣非前后公司归母净利润



资料来源：公司公告、Wind、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

中国东方教育：收入稳健增长，经营杠杆持续释放

2026H1公司实现经调整纯利5.01亿元，同比增长20.5%。公司2026H1实现营业收入24.18亿元，同比增长10.6%；实现纯利4.55亿元，同比增长13.0%；经调整纯利5.01亿元，同比增长20.5%，差值主要系约3960万元的汇兑亏损。从学制看新招生人数，1-2年制课程仍是增长主要驱动，3年制招生波动。2026H1公司短期课程（学习时长短于1年）新招生4.66万人，同比增长4.9%；长期课程新招生4.26万人，同比增长8.9%。其中1-2年学制新招生1.59万人，同比增长48.6%，该类课程浓缩技能培训精华、学生有望较快毕业进入就业市场，契合市场需求；2-3年学制新招生约0.43万人，同比下滑约13.7%；3年制新招生2.24万人，同比下降4.4%，预计受普通高中扩招影响较为显著。

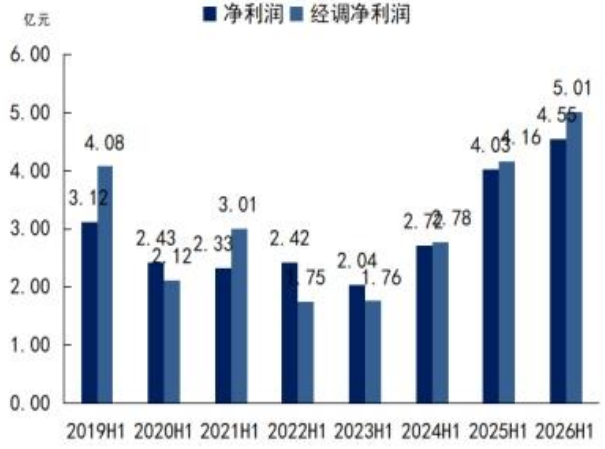
投资建议：我们维持公司2026-2028年经调整纯利预测至9.5/11.5/13.1亿元，对应PE为8x/7x/6x。公司15个月学制课程放量、上半年总体招生及培训人次均实现韧性增长，望有效对冲三年制波动，此类课程周转更快、摊薄效率更优，预计带动毛利率持续改善。叠加公司高股息属性（近12个月股息率7.41%），维持"优于大市"评级。公司新布局的美业已初步验证成长性，中长期看，宠业、照护等新赛道及出海业务也有望进一步打开向上空间。

公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



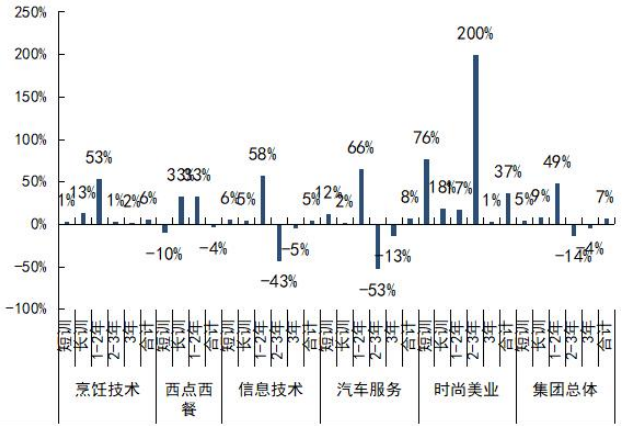
资料来源：公司公告，国信证券研究所整理

公司纯利及经调整纯利（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券研究所整理

公司新培训人次同比



资料来源：公司公告，国信证券研究所整理

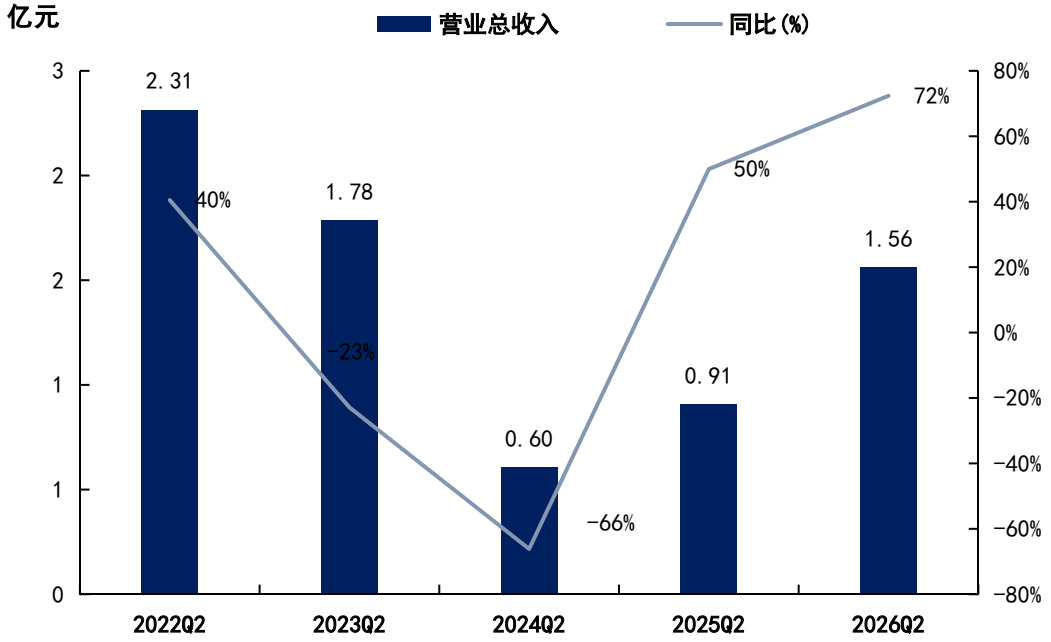
下载日志已记录，仅供内部参考

传智教育：2026H1业绩扭亏为盈，课程AI转型、成果显著

2026H1业绩扭亏为盈，课程AI转型。2026H1，公司实现营业收入2.60亿元，同比增长59.66%；实现归母净利润3441.81万元，较上年同期亏损720.30万元实现扭亏为盈；实现扣非归母净利润2532.88万元，较上年同期亏损1081.03万元大幅改善。业绩强劲反转的核心驱动力在于公司前瞻性布局AI人才培训，短期培训业务在行业需求爆发与竞争格局优化的背景下实现高速增长。

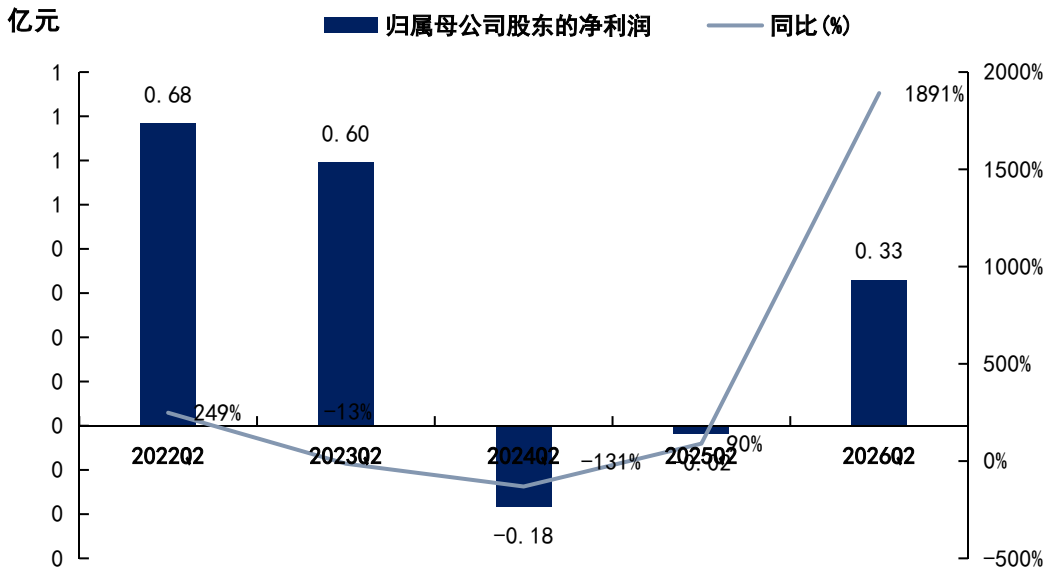
分业务看，短期培训业务表现亮眼，学历教育稳步爬坡。短期培训业务：作为公司核心增长引擎，上半年实现收入1.54亿元，同比大幅增长74.22%。公司自2024年起全面向AI学科转型，成果显著。目前，"AI大模型开发"和"AI应用与智能体开发"已成为前两大核心课程，合计占收入比重约70%-80%。此外，公司于2026年7月发布AI具身智能机器人开发新学科，进一步卡位前沿技术趋势。学历教育业务：上半年实现收入8306.73万元，同比增长33.35%，保持稳健增长态势。

图：2022-2026年第二季度公司营收及增速



资料来源：公司公告，国信证券研究所整理

图：2022-2026年第二季度公司归母净利润



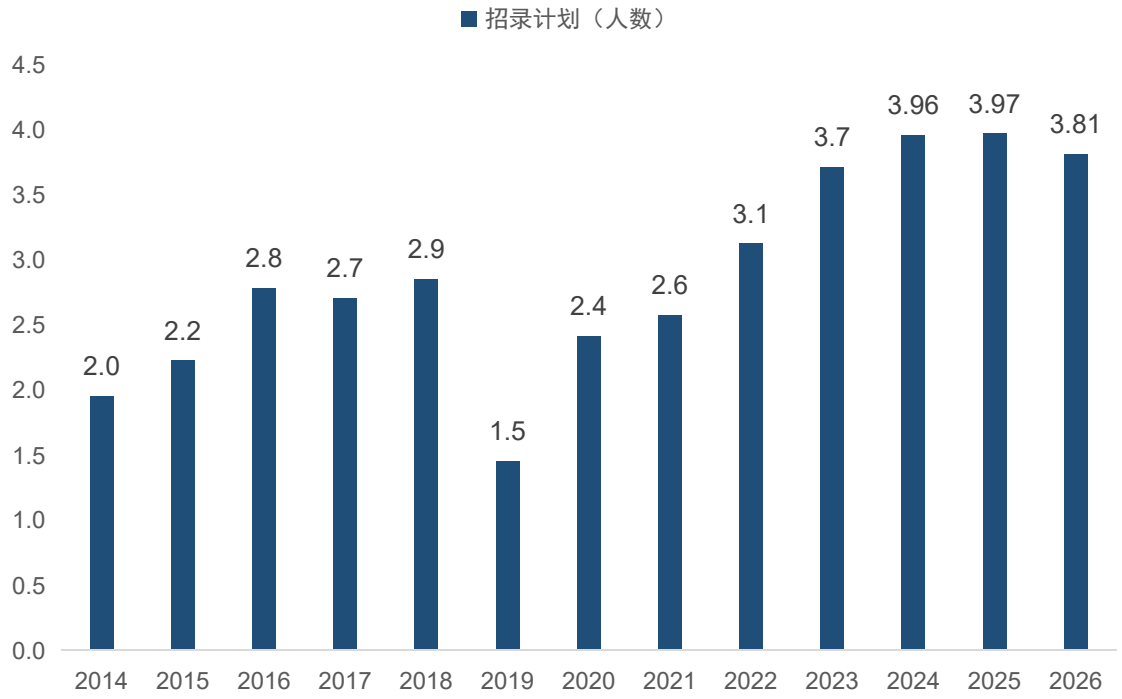
资料来源：公司公告，国信证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

公考赛道（中公/华图/粉笔）：招录收缩，龙头业绩总体有所承压

2026H1公考培训行业在"报考人数创新高、招录岗位收缩"的剪刀差下普遍承压，但三家头部机构表现仍有分化，我们分析计划招录人数下滑对面试业务利润占比更重的机构冲击更为明显。

中公教育期间实现收入稳健增长、盈利能力改善；华图山鼎收入降幅小于岗位收缩幅度，长线产品验证成功但短期利润与现金流承压；粉笔受岗位收缩冲击较为明显。



表：2026H1公考行业三家公司收入与业绩汇总

	粉笔	中公教育	华图山鼎
收入（亿元）	12.48	11.69	15.43
%	-16.3%	+1.2%	-10.5%
毛利率	41.8%（-12.2pct）	60.4%（+0.7pct）	56.2%（-3.6pct）
销售费用率	29.0%（+8.4pct）	22.5%（-2.9pct）	24.8%（+2.0pct）
管理费用率	16.0%（+3.7pct）	12.3%（-0.2pct）	19.8%（+4.6pct，剔除股份支付后+1.7pct）
研发费用率	10.6%（+3.4pct）	5.8%（-0.2pct）	5.6%（+0.3pct，剔除股份支付后基本持平）
归母净利（亿元）	-1.84（转亏）	0.73（+18.5%）	0.33（-84.7%）
扣非净利/经调整净利	-1.58（转亏）	0.81（+30.2%）	0.85（-58.0%）
净利率		6.3%（+0.9pct）	2.1%（-10.2pct）

资料来源：公司公告，国信证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

逻辑主线2：从产业趋势视角看AI教育投资——龙头提升集中度的新变量

1、AI教育的产业意义：短期提升交付效率，长期缓解“大规模、低成本、个性化”的不可能三角，成为龙头提升集中度的新变量。

教育行业市场大，但格局分散。曾达到过千亿市值的龙头，大多都是找到了阶段性有望提升集中度的方案与路径。

K12教育底层刚需且用户生命周期长，树立口碑后能进一步吸引优质生源，进而更容易打出好的升学成绩，实现正循环。好未来、跟谁学（后更名为高途集团）、新东方在2021年初分别达到历史最高市值3493、2350、2178亿元人民币。**值得注意的是，三家K12公司市值高点出现在2021年初，对应的是市场预期在线教育可跨区域标准化复制供给的时点，而不一定是利润表现最优的时点。公考备考强结果导向，“未通过按协议比例退费”的协议班把结果承诺前置，显著提升付费意愿与规模扩张速度；民办高教则曾借助学历资产并购与资本化实现快速整合。**

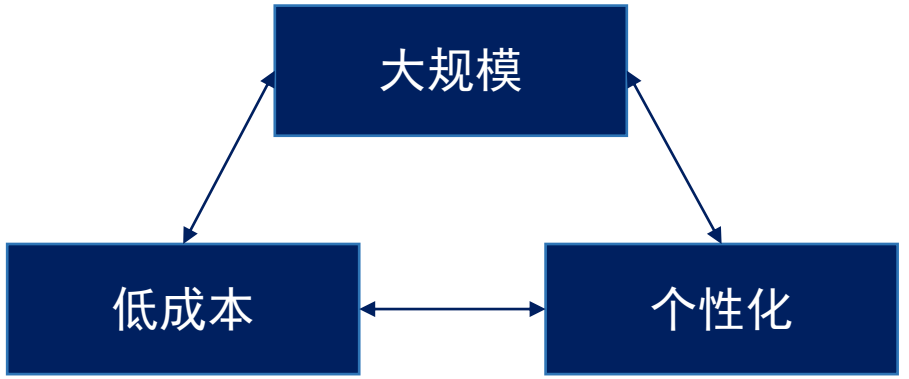
表：部分教育行业上市公司历史最高市值

赛道类型	代表公司	历史最高市值（亿人民币）
K12教培	好未来	3493.01
公务员培训	中公教育	2658.15
K12教培	高途集团	2349.64
K12教培	新东方-S	2178.15
职业技能培训	中国东方教育	394.27
民办高教	中教控股	381.09
公务员培训	粉笔	266.47
民办高教	希教国际控股	202.17
K12学历学校	天立国际控股	185.31
IT培训	*ST传智	154.34
民办高教	中国科培	122.20
民办高教	新高教集团	100.36
K12教培	学大教育	85.61
K12教培	盛通股份	73.22
企业家培训	行动教育	65.39

资料来源：Wind，国信证券经济研究所

注：按各公司历史峰值市值估算，涉及A股/港股/美股不同市场、汇率与总股本口径差异，仅用于说明赛道曾达到的资本市场弹性，不代表现值

图：教育行业的不可能三角



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

逻辑主线2：从产业趋势视角看AI教育投资——龙头提升集中度的新变量

2、AI教育进一步把诊断、反馈、规划、测评等高人力环节标准化，助力解决教育行业的“不可能三角”问题

在线教育证明，录播课、直播大班、双师辅导可以把名师供给复制到更大半径，改善“大规模、低成本”两项约束；但其交付逻辑是“人讲人听”，个性化主要依赖预分层、助教跟进和练习量堆积，边际下降有限。AI的增量价值在于进一步把诊断、反馈、规划、测评等高人力环节标准化：虚拟教师与AI答疑大模型承担高频交互和即时纠偏，AI录播课与生成式教研降低内容供给成本，AI教育监督管理平台与学情系统承担过程管理、质量追踪和合规留痕。换言之，在线教育主要解决“送达”，AI尝试解决“学会”；前者复制的是名师和内容，后者可能有望复制诊断、反馈和学习路径，使个性化从静态分层转向动态调整。

表：部分国内教育公司AI教育实践梳理

公司名称	AI+教育案例	对应教育场景	功能
卓越睿新	智慧树、AI智能体、知识图谱等	备课、授课、虚拟仿真	帮助高校教师自我提升教学水平、提高备课效率、优化教学过程
传智教育	传智教育正式推出全新AI教育子品牌传智AI	授课	聚焦IT培训
凯文教育	与智谱华章成立主营业务为开放和运营AI智能产品的合资公司	授课	
行动教育	发布“12345”AI战略，打造“战神”、“二郎神”、“智多神”等AI工具	赋能课程销售	
有道	子曰大模型、有道领世、AI答疑笔等产品	授课	答疑解惑
新东方	新东方AI开放平台	备课	高效备课工具
方直科技	智慧教学评测系统	备课	帮助教师自我提升教学水平、优化教学过程
	AI数字人	备课	课程高效制作与更新
粉笔	AI老师、公考行业垂直大模型	授课	答疑解惑
	精品面试AI点评	测试	模拟面试环境
盛通股份	中鸣机器人教学方案	授课	智能教具、教学方案
华夏控股	AI教授数字人	授课	
科德教育	参股芯片子公司	/	投资的中昊芯英AI芯片及计算集群
昂立教育	启动昂立AI智学中心业务	授课	打造AI自习室
天立国际控股	启鸣云校·AI未来智慧学校	备课、校园管理	根据学生水平提供针对性课程
华图山鼎	构建AI申论批改系统等学习工具	授课	
好未来	推出数学领域九章大模型MathGPT	授课	答疑解惑
豆神教育	豆神超拟人AI录制课程	备课	课程高效制作与更新
	豆神AI私教问答	授课	答疑解惑
视源股份	希沃旗下全系产品	授课	赋予课程交互式体验
	智慧校园管理系统	校园管理	校园管理
卓越教育集团	“鲸准教”、“青椒助教”	备课	借助AI工具助力备课
学大教育	星图AI	备课、授课	精准诊断学生学习状况和个性化方案定制

资料来源：各公司官网、国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

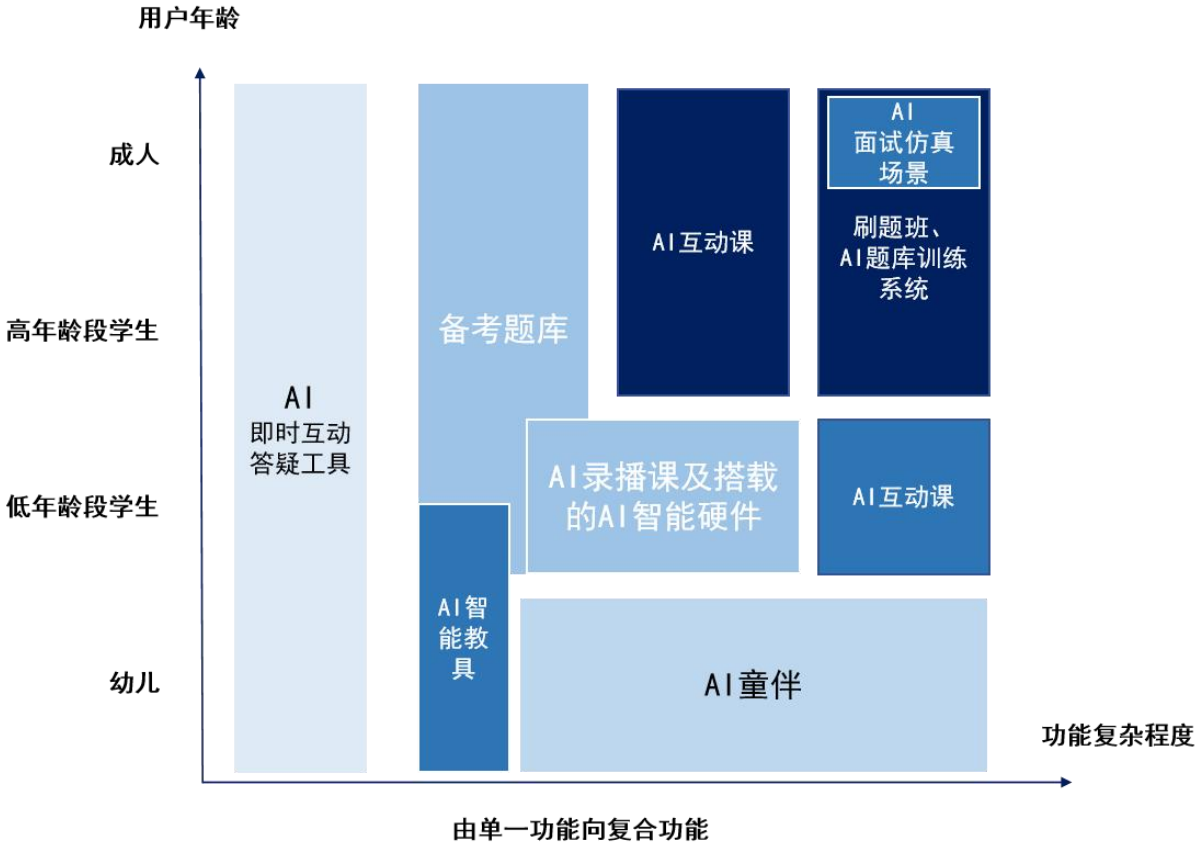
国信证券 GUOSEN SECURITIES

3、目前不同方向的AI教育尝试：ToC端反馈直接，AI教育如何平衡“有效性”；To B端预算与政策驱动力显著，但验证周期受回款影响

C端轻验证场景率先放量，但用户最终为结果付费；高客单、强结果承诺场景仍需教师/班主任兜底，AI更多承担过程提效。目前To C形成两条路径：**一是**多邻国类弱结果承诺、高性价比订阅产品，核心在学习习惯、内容体系与低获客成本，估值更接近优质消费订阅；**二是**严肃结果导向的人机协同产品，在证明AI降低对教师线性依赖前，估值溢价相对受限。C端后续看点在于如何不增加教师人数的前提下实现效果的落地和用户人数增长。

B端客户以学校、机构和政府为主，需求真实、预算确定，但项目制、验收与回款周期较长。当前AI更多嵌入备课、作业、测评、课堂管理、安防、招考等外围流程；较少品牌能深化进入“基于学情的个性化教学路径”。高校/职校偏实训与就业，K12校内受数据合规和校外边界约束，校外机构偏降本增效与续班转化。

图：To C AI教育产品的简易划分



资料来源：多鲸，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

有道/ST豆神/卓越睿新：AI教育ToB、ToC的不同表现与不同策略

To C 端：有道。26Q2公司净收入达14.7亿元/YoY+3.5%，收入同比微增低于彭博一致预期约15.6亿元，主要受硬件设备业务及广告业务收入下滑拖拽（分别-31.5%/-7.7%），学习业务同比+20.9%。实现经营利润1.12亿元/YoY+287%，经营利润率7.6%，连续第八个季度盈利。Non-GAAP归母净利润0.91亿元/YoY+624%，盈利质量迅速改善。盈利能力层面26Q2整体毛利率48.9%，同比+5.9pct，环比+4.2pct，为近年单季最高水平（主要受益于学习及广告业务的毛利率修复）。期间费用中研发费用率+2pct至10%，管费率持平，销售费用率略降1pct至29%。Confucius 4-TTS是公司报告期内推出的开源大模型，功能聚焦文本转语音（应用场景包括同传、跨语言学习、多语言创作等等）以及数学模型能力。公司计划于2026年9月发布多款新AI agent及模型产品。

To C 端，ST豆神。AI产品放量、销售费用率维持高位。2026H1收入5.25亿元（+17.0%），其中AI教育业务收入1.14亿元（去年同期1494.27万元），艺术类学习服务3.23亿元（去年同期2.94亿）。毛利率稳定在69%左右的高位，销售费用率由43.9%抬升至61.4%（+17.5pct，市场推广及服务费投放加大），管理费用率17.3%（+4.3pct），导致归母净利由盈转亏（-0.24亿元）。

To B 端：卓越睿新。订单与签约额高增，收入确认后置，费用结构优化但研发强度持续加码。2026H1收入3.28亿元（+19.1%），毛利率50.4%（+3.5pct，知识图谱、智能体等高毛利业务占比提升），净亏损扩大17.6%至1.16亿元。从费用率看：销售费用率42.0%（同比+0.3pct，基本持平）；管理费用率本期 8.7%，同比-6.0pct（上年同期含上市一次性费用）主要因上年同期含上市相关一次性专业服务费）；研发费用率29.5%抬升至31.3%（+1.7pct），算力与大模型迭代的投入强度仍在提升。前瞻指标积极：在手订单5.05亿元（+34.7%），AI智能体解决方案签约额+62.3%，物理AI虚拟实验签约额+52.6%，全景空间签约+49.8%；数字化资源、虚拟实验、全景空间因现场部署周期相对长，签约有望将随交付在后续期间逐步确认收入。

下载日志已记录，仅供内部参考

投资建议

维持行业"优于大市"评级。结合上述分析，我们优先推荐伴随政策边际清晰，盈利能力与估值均有修复弹性的K12教培赛道，推荐学大教育、新东方-S、卓越教育集团，建议关注好未来、昂立教育、高途集团等；其次推荐监管环境温和，下游赛道景气度高、高分红率的职业教育细分龙头——行动教育、中国东方教育，建议关注传智教育。从长线视角看，AI教育是破解教育"不可能三角"的关键变量，建议持续关注产业发展趋势与公司产品迭代，看好B端产品有望在政策驱动下率先转化订单，以及C端在教学效果验证后打开更大的成长空间。 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。**

教育行业公司相对估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 2026/9/10	收盘市值	EPS		PE	
					2025A	2026E	2025A	2026E
000526.SZ	学大教育	优于大市	37.42	45.60	1.6	2.6	23	14
9901.HK	新东方-S	优于大市	38.19	603.62	2.0	2.6	19	15
3978.HK	卓越教育集团	优于大市	2.26	19.18	0.4	0.4	6	6
605098.SH	行动教育	优于大市	55.27	65.91	2.7	3.3	21	17
0667.HK	中国东方教育	优于大市	3.44	76.39	0.3	0.4	10	8
1773.HK	天立国际控股	优于大市	0.73	15.31	0.4	0.4	2	2

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

国信证券 GUOSEN SECURITIES

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.CSI）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中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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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