

## AI 教育行业研究（一）

### 看好智慧教育、教育信息化和 AI 人才培养

投资建议： 强于大市（维持评级）

上次建议： 强于大市

#### ➤ 教育信息化发展前景广阔

教育部明确各地要切实落实财政教育经费可用于购买信息化资源和服务的政策，加大教育信息化投入力度。在中央的倡导，各地政府的支持下，未来数年行业仍然有望维持和经济总量增速相匹配的成长性。AI大模型时代下，教育信息化产品和服务供应愈加丰富

#### ➤ C端设备学习机跨越技术奇点，市场渗透率有望快速提升

大模型AI技术有望帮助C端设备服务实现跨越式的产品力提升。目前已经落地的相关功能包括但不限于英语口语对练和作文批阅等。学习机市场空间大，渗透率低，格局面临重塑，以科大讯飞为代表的技术型企业正逐步取代传统的终端企业。

#### ➤ AI开发和使用人才培养有望受益

目前大模型技术拥有一定程度编程和数据分析能力，并拥有很强美术创作能力。随着大模型技术的持续完善，传统互联网行业的开发和美工等领域或将会因工具的进化出现较大的变革。我们认为提示（Prompt）工程师等AI技术的工业化操作者的需求将会持续扩大。相关人才培养行业有望受益。

#### ➤ 投资建议：首次覆盖传智教育和佳发教育

AI大模型技术的出现，有望大幅改善优质教育供给不足的困境，板块相关公司将有有望迎来新一轮增长周期。维持科大讯飞“买入”评级。

传智教育受益于经济复苏且有望将竞争优势维持到AI教育时代，预计公司2023-2025年营业收入分别为9.50、11.30和14.87亿元，同比增速为18.34%、18.96%和31.55%，归母净利润分别为2.32、2.74和3.67亿元，同比增速分别为28.46%、17.91%和33.95%，3年归母净利润CAGR26.60%，参考可比公司给予公司2024年30倍PE，目标价20.41元，首次覆盖给予“买入”评级。

佳发教育受益于新一轮标准化考点建设和AI智慧教育需求扩张。我们预计公司2023-2025年营业收入分别为5.66、7.78和10.05亿元，同比增速为37.22%、37.40%和29.16%，归母净利润分别为1.61、2.13和2.69亿元，同比增速分别为133.91%、31.85%和26.36%，3年归母净利润CAGR57.36%，参考可比公司给予公司2024年40倍PE，目标价21.29元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**1宏观经济发展不及预期风险；2市场恶性竞争风险；3、AI大模型发展速度不及预期风险

#### 重点推荐标的

简称	EPS			PE			CAGR-3	评级
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
科大讯飞	0.77	1.03	1.50	88.98	66.91	45.77	83.78%	买入
传智教育	0.58	0.68	0.91	24.85	21.08	15.73	26.60%	买入
佳发教育	0.40	0.53	0.67	37.11	28.14	22.27	57.36%	买入

数据来源：公司公告，iFinD，国联证券研究所预测，股价取2023年7月11日收盘价

#### 相对大盘走势



分析师：刘峤

执业证书编号：S0590523040001

邮箱：liuqiao@glsc.com.cn

#### 相关报告

- 1、《职业教育行业深度：职教大有可为，优质龙头可期教育行业》2022.08.02
- 2、《职业教育政策点评：职校生可报考事业单位，人得其位各显其才教育行业》2021.11.08
- 3、《职业教育系列政策点评：守得云开见月明，黄金时代已来临教育行业》2021.10.19

## 投资聚焦

AI 大模型技术的出现，有望大幅改善优质教育供给不足的困境，无论是政府教育主管部门还是学生家长，都有可能在新技术提供的优质供给下购买更多的服务，板块相关公司将有望迎来新一轮增长周期。

## 研究背景

AI 大模型技术在多个垂直领域都有商业落地的可行性，但教育行业天然更匹配 AI 大模型的技术特点，更加期待 AI 技术带来的行业变革。本篇报告中，我们分析了 AI 大模型技术在哪个子领域能赋能教育行业，以及相关有望受益的公司。

## 创新之处

我们认为能率先把握住新工具下市场需求的公司有望在 AI 大模型技术下巩固自己的市场份额。在不同的子行业中我们认为以下两类场景的公司将会受益：1、B/G 业务中口碑良好的公司，可以通过绑定客户不断完善自己的 AI 技术，巩固市场优势，例如科大讯飞、佳发教育和传智教育；2、C 端产品的技术领先者，先发优势可以占领消费者心智，最先开发出相关产品的公司往往会被家长认为是最有 AI 研发能力的公司，例如科大讯飞

## 核心结论

看好智慧教育和 C 端设备学习机龙头公司科大讯飞、教育信息化中智慧考试场景龙头佳发教育以及人才培养龙头公司传智教育。维持科大讯飞买入评级，首次覆盖佳发教育和传智教育，给予买入评级。

1	教育信息化发展前景广阔	5
1.1	国家政策支持下，教育信息化建设需求持续增加	5
1.2	大模型时代下，教育信息化产品和服务供应愈加丰富	6
2	C端设备学习机跨越技术奇点，市场渗透率有望快速提升	7
2.1	AI助力下，产品力全面提升	7
2.2	渗透率有望快速提升，竞争格局面临重塑	8
3	AI开发和使用人才培养有望受益	10
4	传智教育：领先的高精尖数字化人才培养企业	11
4.1	公司已经度过最困难时期，收入利润恢复增长	13
4.2	商业模式优势有望在AI培训市场巩固头部地位	14
4.3	看好公司未来表现，首次覆盖给予买入评级	18
5	佳发教育：由考试场景扩张的新兴智慧教育公司	18
5.1	智慧考试业务进入景气周期	20
5.2	看好公司成长性，首次覆盖给予买入评级	25
6	投资建议：看好C端设备、教育信息化以及人才培养行业	26
7	风险提示	27

## 图表目录

图表 1:	全国教育公共财政支出(亿元)持续提升	5
图表 2:	全国教育公共财政支出占 GDP 比例	5
图表 3:	中国教育信息化经费投入规模(亿元)	6
图表 4:	中国教育信息化市场规模(亿元)	6
图表 5:	普通中小学教育信息化经费投入规模(亿元)	6
图表 6:	2019 年中小学教育信息化投入类型	6
图表 7:	教育信息化场景	7
图表 8:	AI 技术加持下的新一代学习机特征	8
图表 9:	教育平板市场规模	9
图表 10:	教育平板出货量	9
图表 11:	学习平板市场份额 2020Q3	9
图表 12:	学习平板市场份额 2021Q4-2022Q2	9
图表 13:	K12 人口数量(万人)	10
图表 14:	互联网公司/IT 公司几种代表性提示工程师工作场景	10
图表 15:	传统实业几种代表性提示工程师工作场景	11
图表 16:	信息传输、计算机服务和软件业城镇就业人数(万人)	11
图表 17:	公司主要产品	12
图表 18:	传智教育收入(千元)和 YoY (%)	13
图表 19:	传智教育毛利(千元)和 YoY (%)	13
图表 20:	传智教育归母净利润(千元)和 YoY (%)	13
图表 21:	传智教育毛利率和归母净利率 (%)	13

图表 22: 传智教育收入结构 (千元)	14
图表 23: 传智教育期间费用率 (%)	15
图表 24: 传智教育利润总额现金含量	15
图表 25: 传智教育盈利预测简表	15
图表 26: 传智教育盈利预测利润表	16
图表 27: 传智教育盈利预测资产负债表	16
图表 28: 传智教育盈利预测现金流量表	17
图表 29: 传智教育 PE BAND (预测)	18
图表 30: 佳发教育营业收入拆分 (千元)	19
图表 31: 佳发教育智慧考试产品	19
图表 32: 佳发教育智慧教育产品	20
图表 33: 佳发教育新一代英语听说考试方案	21
图表 34: 佳发教育收入 (千元) 和 YoY (%)	21
图表 35: 佳发教育毛利 (千元) 和 YoY (%)	21
图表 36: 佳发教育归母净利润 (千元) 和 YoY (%)	22
图表 37: 佳发教育盈利能力 (%)	22
图表 38: 佳发教育期间费用率 (%)	22
图表 39: 佳发教育利润总额现金含量 (%)	22
图表 40: 佳发教育盈利预测简表	23
图表 41: 佳发教育盈利预测利润表	23
图表 42: 佳发教育盈利预测资产负债表	24
图表 43: 佳发教育盈利预测现金流量表	24
图表 44: 佳发教育 PE BAND (预测)	25
图表 45: 覆盖公司及可比公司盈利预测与估值表	26

## 1 教育信息化发展前景广阔

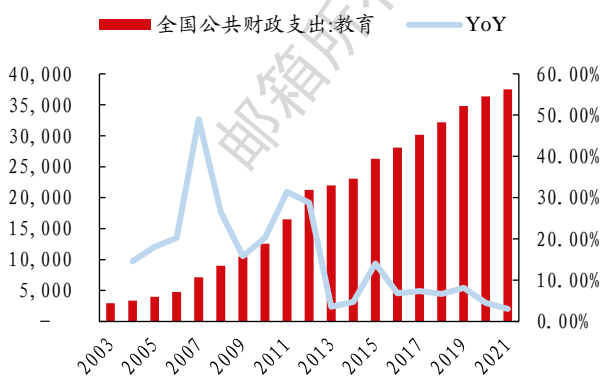
### 1.1 国家政策支持下，教育信息化建设需求持续增加

教育信息化发展是我国教育现代化、建设教育强国征程的重要发展路径。2018 年教育部发布《教育信息化 2.0 行动计划》提出，通过实施教育信息化 2.0 行动计划，到 2022 年基本实现“三全两高一大”的发展目标，即教学应用覆盖全体教师、学习应用覆盖全体适龄学生、数字校园建设覆盖全体学校，信息化应用水平和师生信息素养普遍提高，建成“互联网+教育”大平台，推动从教育专用资源向教育大资源转变、从提升师生信息技术应用能力向全面提升其信息素养转变、从融合应用向创新发展转变，努力构建“互联网+”条件下的人才培养新模式、发展基于互联网的教育服务新模式、探索信息时代教育治理新模式。

教育部明确各地要切实落实财政教育经费可用于购买信息化资源和服务的政策，加大教育信息化投入力度，并将教育信息化 2.0 行动计划与“互联网+”、大数据、云计算、智慧城市、信息惠民、宽带中国、数字经济、新一代人工智能等工作统筹推进。

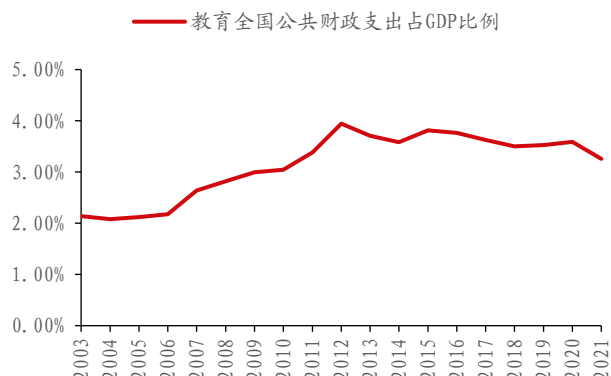
各级政府在数字经济的政策将支持智慧教育企业的发展。一方面各地明确数字经济核心产业增加值纳入地方政府考核，另一方面，教育信息化产业也将受益于各地数据要素市场建设的导向。

图表 1: 全国教育公共财政支出（亿元）持续提升



来源: Wind、国联证券研究所

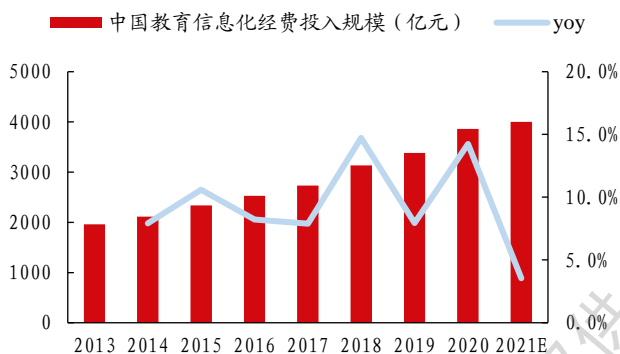
图表 2: 全国教育公共财政支出占 GDP 比例



来源: Wind、国联证券研究所

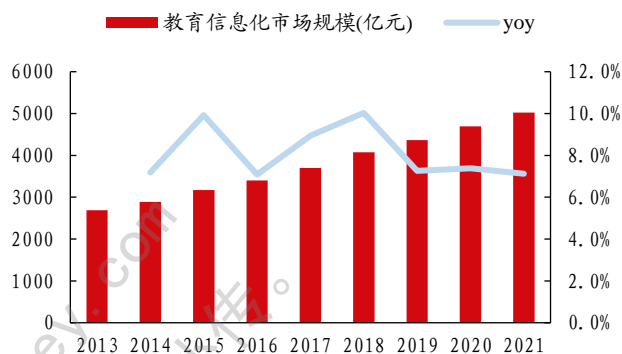
在过往的年份中，教育信息化市场的成长性略高于名义 GDP 的增速，与中国政府在教育开支投入的趋势相符合。在中央的倡导，各地政府的支持下，未来数年行业仍然有望维持和经济总量增速相匹配的成长性。根据华经产业研究院预测，教育信息化市场规模已经于 2021 年达到 5000 亿。

图表 3: 中国教育信息化经费投入规模(亿元)



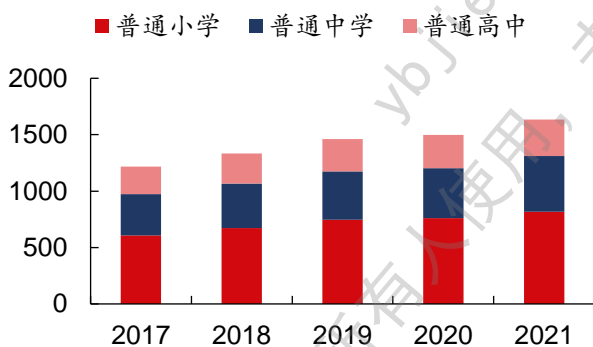
来源: Wind、华经产业研究院, 国联证券研究所

图表 4: 中国教育信息化市场规模(亿元)



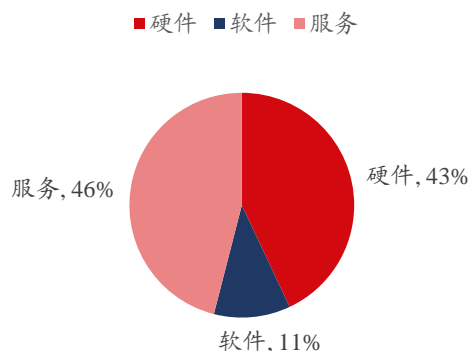
来源: Wind、华经产业研究院, 国联证券研究所

图表 5: 普通中小学教育信息化经费投入规模(亿元)



来源: Wind、华经产业研究院, 国联证券研究所

图表 6: 2019 年中小学教育信息化投入类型



来源: Wind、华经产业研究院, 国联证券研究所

## 1.2 大模型时代下, 教育信息化产品和服务供应愈加丰富

传统教育信息化建设主要聚焦两部分: 1、基础设施建设, 即校园网、校园卡和安防联网等相关校园基础设施建设; 2、教学管理环境建设, 即智能教学硬件、师资教学管理平台等教学管理环境建设。AI 时代下, 教育信息化建设逐步深入覆盖到考试 AI 辅助批阅、学生个性化学习方案等深层次需求。



图表 7: 教育信息化场景



来源：国联证券研究所

推动教育信息化产品服务的核心诉求在于：1 提升教学质量，降低需求方负担；2 提升教学效率，降低供给方成本，让优质教育可覆盖范围提升。

在需求方，学生的痛点在于学校无法根据学生的个人情况调整教育内容，导致学生投入精力却得不到良好的学习效果。在供给方，校方的痛点在于如何使用现代手段更好创建、管理并表达教育内容，在相同师生比的情况下，提供更好的教学。

针对需求方的痛点，AI 技术主要提供以知识图谱为核心的因材施教教学方案，引导学生根据自身情况进行针对性的个性化学习，从而提升教育教学的效果。

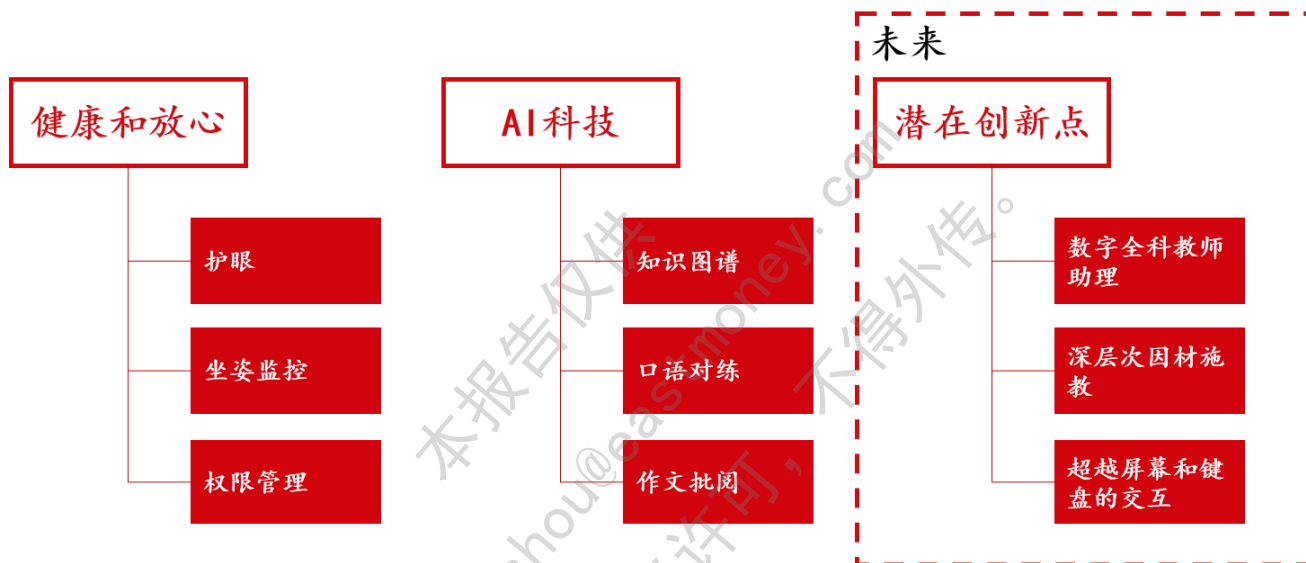
在供给方面，通过科技手段提升行政效率，降低教师在行政管理付出的成本，使其更专注于教育教学，另一方面通过多媒体手段丰富完善教学手段，辅以 AI 技术的批卷、口语对练技术等大幅提升优质教育供给。

## 2 C 端设备学习机跨越技术奇点，市场渗透率有望快速提升

### 2.1 AI 助力下，产品力全面提升

大模型 AI 技术有望帮助 C 端设备服务实现跨越式的产品力提升。目前已经落地的相关功能包括但不限于英语口语对练和作文批阅等，未来无论是网页端在线学习还是学习机等以设备为载体的终端，在法律法规先行、通用模型在垂类领域的应用完善后有望实现 AI 全科教师助理功能。

图表 8: AI 技术加持下的新一代学习机特征



来源：国联证券研究所

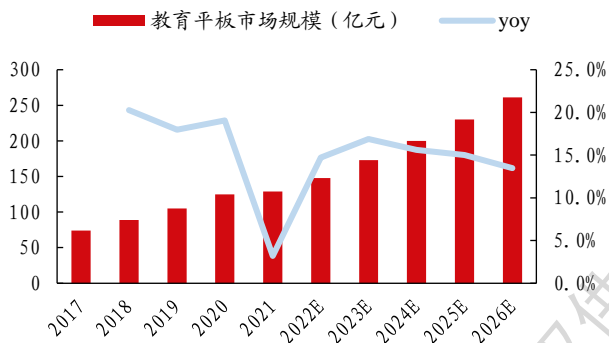
目前教育类终端设备的市场渗透率仍然很低，在“双减”政策以来，学生课堂外学习的需求面临缺乏供给的情况，应试课外辅导班的离场创造了学习机的新市场需求。

## 2.2 渗透率有望快速提升，竞争格局面临重塑

学习机市场规模在渗透率提升推动下持续扩大，以科大讯飞为代表的技术型企业正逐步取代传统的终端企业。学习机（教育平板电脑）在过去一直是一个小众且格局稳定的市场，行业发展了 30 年，但渗透率却不高，仅为 3% 左右。在 AI 技术在教育平板实用化以前，行业主要参与者是步步高、读书郎等传统品牌，后期随着 AI 技术在教育场景的持续落地，市场格局出现了较大的变化。以科大讯飞为代表的 AI 技术具有优势的企业抓住行业变革的机遇，迅速抢占市场份额。

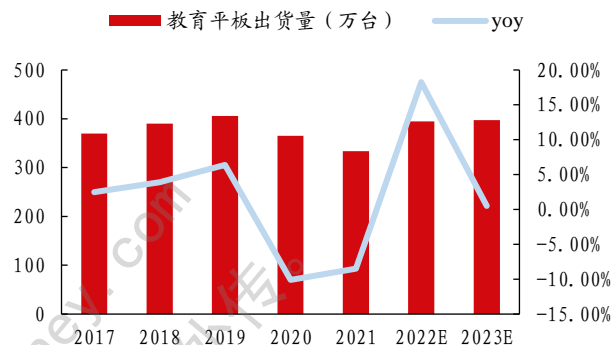


图表 9: 教育平板市场规模



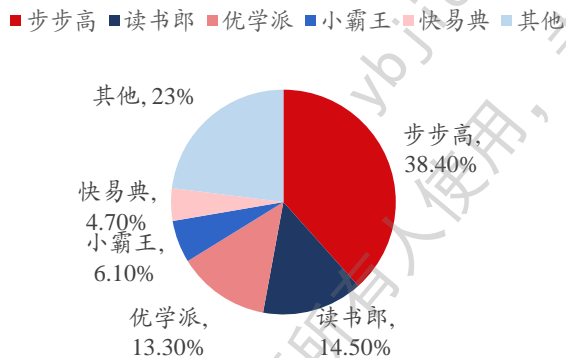
来源: 读书郎招股书、F&S、Wind、国联证券研究所

图表 10: 教育平板出货量



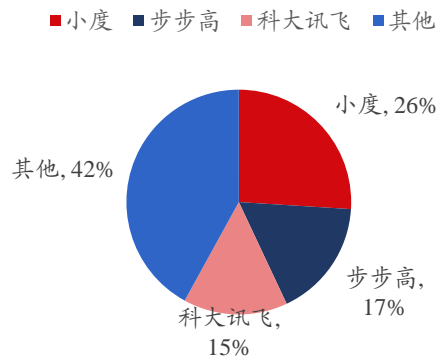
来源: IDC、Wind、国联证券研究所

图表 11: 学习平板市场份额 2020Q3



来源: IDC、Wind、国联证券研究所

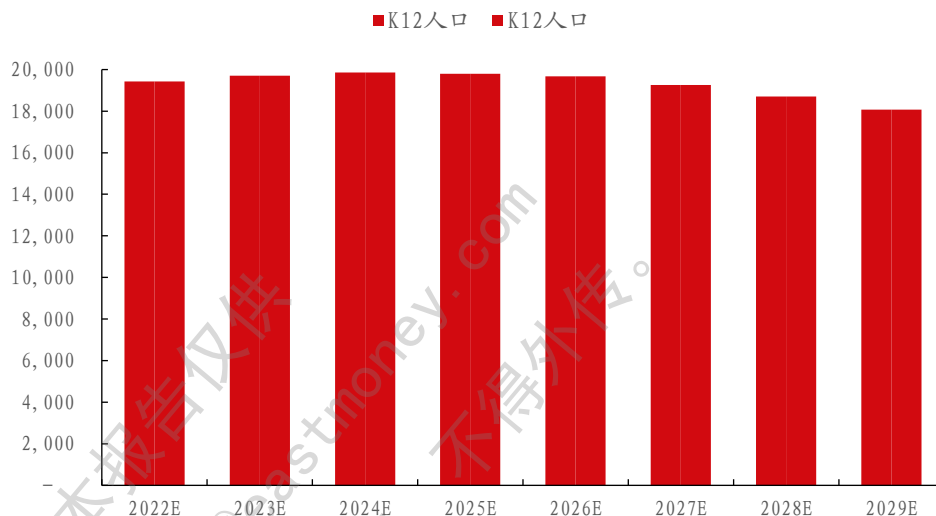
图表 12: 学习平板市场份额 2021Q4-2022Q2



来源: IDC、Wind、国联证券研究所

未来数年国家 K12 人口数量将预计维持 1.8-2 亿人左右,假设学习机渗透率 20%,并假设科大讯飞市占率 30%,平均单价 5000 元,预计到 2025 年可触达市场约为 540 亿,空间广阔。

图表 13: K12 人口数量 (万人)

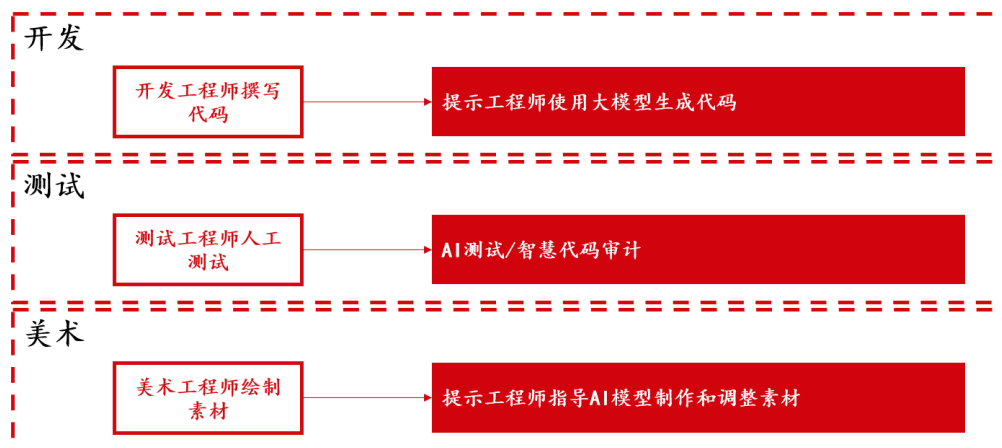


来源: Wind、国家统计局、国联证券研究所

### 3 AI 开发和使用人才培养有望受益

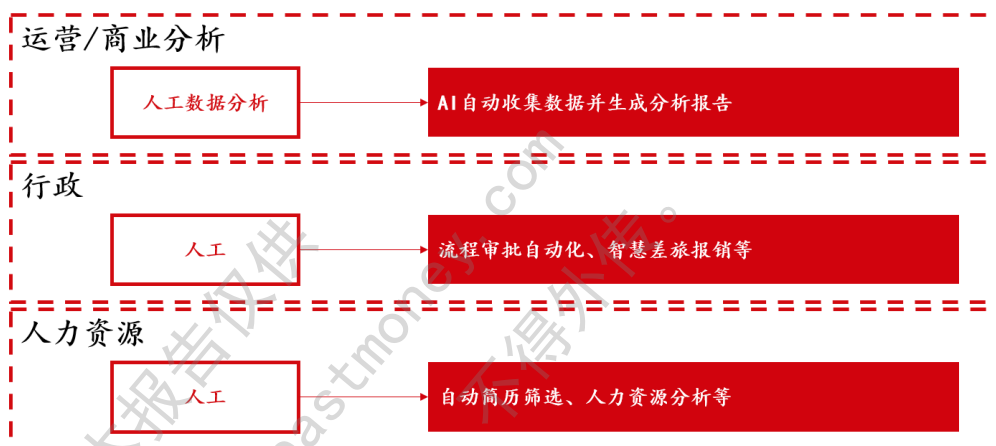
目前大模型技术拥有一定程度的编程能力、数据分析能力,并拥有很强的美术创作能力。随着大模型技术的持续完善,传统互联网行业的开发和美工等领域或将会因工具的进化出现较大的变革。我们认为提示(Prompt)工程师等 AI 技术的工业化操作者的需求将会持续扩大。

图表 14: 互联网公司/IT 公司几种代表性提示工程师工作场景



来源: 国联证券研究所

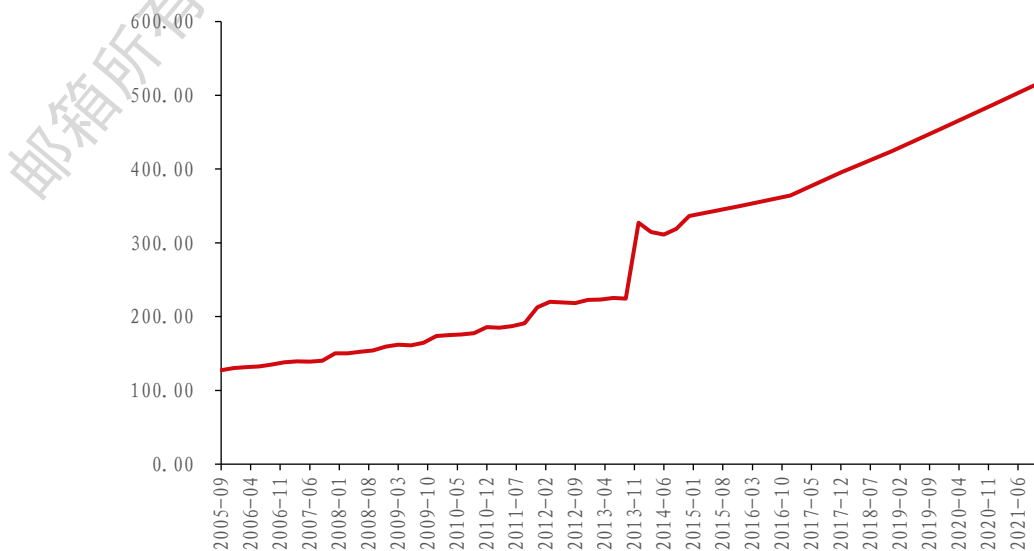
图表 15: 传统实业几种代表性提示工程师工作场景



来源: 国联证券研究所

由于提示工程师搭配 AI 技术能为公司带来明显的效率提升, IT 企业的开发模式有望出现深刻的变革, 基础代码的开发和运维将会过渡到提示工程师指导下的 AI 技术。传统实体企业的运营、行政和人力等职能部分亦有被新技术赋能的潜在需求。

图表 16: 信息传输、计算机服务和软件业城镇就业人数 (万人)



来源: Wind、国家统计局、国联证券研究所

#### 4 传智教育: 领先的高精尖数字化人才培养企业

传智教育是国内领先的从事高精尖数字化人才培养的高新技术企业, 是一家以就

业为导向的职业教育机构，致力于通过自主研发的优质课程内容、教学系统和自有教研团队为学员提供高水平的数字化人才教育培训服务，主要培养人工智能、大数据、智能制造、软件、互联网、区块链等数字化专业人才及数据分析、网络营销、新媒体、产品经理、设计等数字化应用人才。

公司主营业务分为：数字化人才短期培训业务、数字化人才非学历高等教育业务和民办中等职业学校。

数字化人才短期培训业务包括以“黑马程序员”为品牌的现场培训、以“博学谷”为品牌的线上培训。黑马程序员现场培训的培训周期为 4-6 个月，博学谷线上培训的培训周期通常根据产品类型的不同设定不超过 1 年的学习服务周期，由学员在线上完成。相关课程包括以人工智能开发、Python+大数据、JavaEE 和 HTML&JS 前端为代表的专业人才课程以及以新媒体+短视频直播运营、产品经理、UI/UE+全链路设计师为代表的专业人才课程等。

图表 17：公司主要产品



来源：公司公告、国联证券研究所

数字化人才非学历高等教育领域，公司以“传智专修学院”为平台，主要面向高中毕业生，提供周期为 2.5 年至 4 年的数字化人才技能教学服务，并与公办大学合作办学推出“技能+学历”的业务模式，培养应用型数字化人才。该业务采用先付费和后付费两种收费模式，后付费模式“上学期间不收学费、毕业月薪不达 8,000 元不收学费（一线城市）”。传智专修学院以计算机应用技术专业为主，现有 Java 大数据、全栈 Python、数字媒体艺术三个方向。在数字化职业学历教育领域，公司于 2021 年 12 月投资举办一所营利性全日制统招民办中等职业学校：宿迁传智互联网中等职业技术学校，培养应用型数字化人才，现有计算机应用、软件与信息服务、大数据

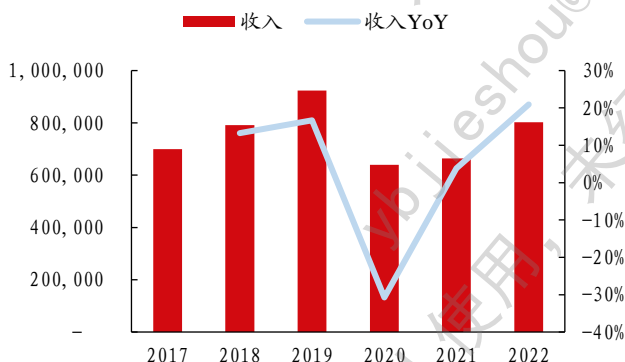
技术应用、网络营销、直播电商、艺术设计与制作六个专业。

此外，根据公司 2022 年年报披露，公司于 2023 年 1 月收到大同政府的通知，其全资子公司大同好学申请举办的“大同互联网职业技术学院”已纳入《山西省“十四五”时期高校设置规划》，同意组织实施，公司将藉此进入学历职业教育领域。

#### 4.1 公司已经度过最困难时期，收入利润恢复增长

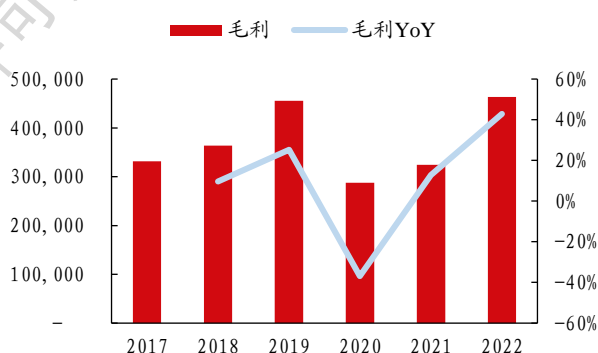
公司在新冠疫情以前收入维持稳健增长，新冠疫情第一年即 2020 年公司的收入、毛利和归母净利润因受疫情影响，出现下滑。随后的 2021-2022 年，公司的收入体量和盈利能力进入恢复周期。

图表 18: 传智教育收入 (千元) 和 YoY (%)



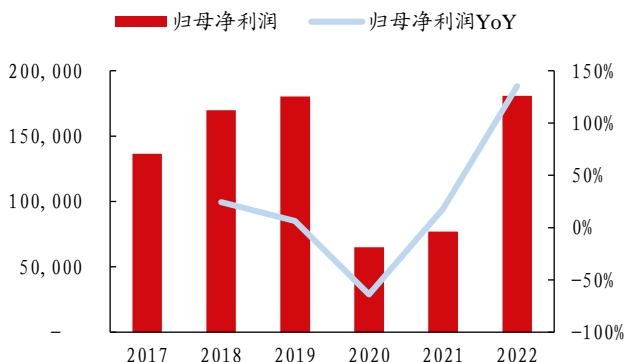
来源: Wind、国联证券研究所

图表 19: 传智教育毛利 (千元) 和 YoY (%)



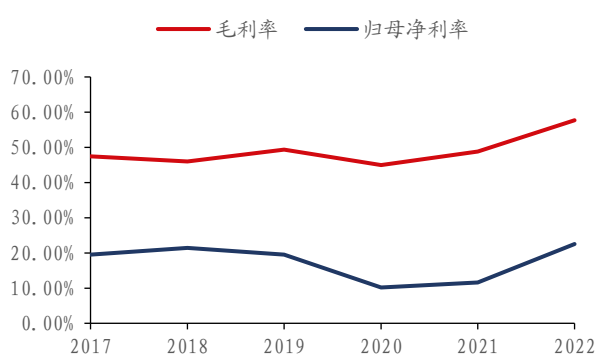
来源: Wind、国联证券研究所

图表 20: 传智教育归母净利润 (千元) 和 YoY (%)



来源: Wind、国联证券研究所

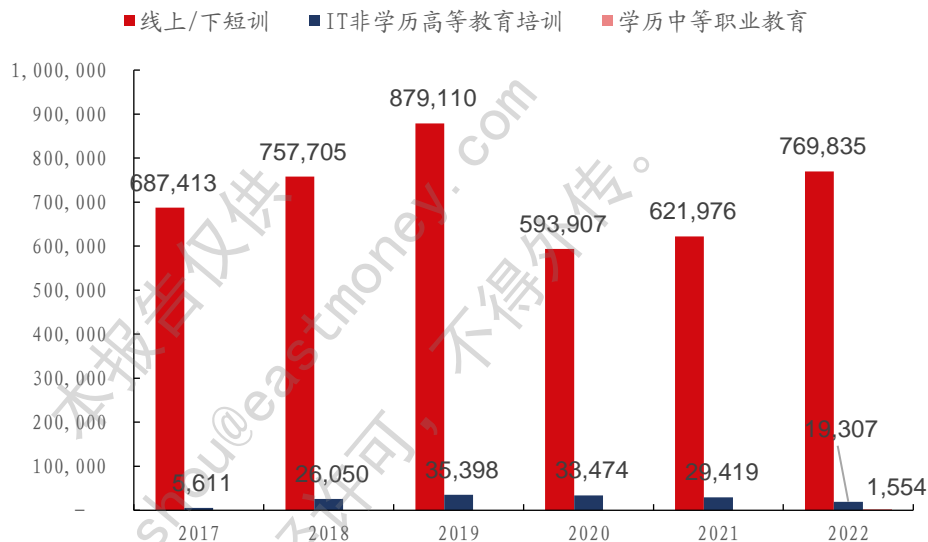
图表 21: 传智教育毛利率和归母净利率 (%)



来源: Wind、国联证券研究所

公司目前的收入结构仍然以短期培训为主，未来会随着公司在学历职业教育逐渐成熟后，形成学历教育和非学历教育双轨发展的局面。

图表 22: 传智教育收入结构 (千元)



来源: Wind、国联证券研究所

## 4.2 商业模式优势有望在 AI 培训市场巩固头部地位

公司的核心竞争力在于优质的课程内容和 Service 质量和良好品牌形象与行业口碑形成了商业闭环。IT 培训的复购率不高导致行业内通常会注重营销而不是公司的课程内容，由于低质量培训项目门槛较低，恶性竞争导致营销费用失控，传统商业模式难以为继。传智教育的商业模式是，将资金投入内容研发和讲师培训以提升公司课程质量，通过优秀的毕业生打造口碑，与企业建立良好合作关系，形成口碑推荐的商业模式闭环。

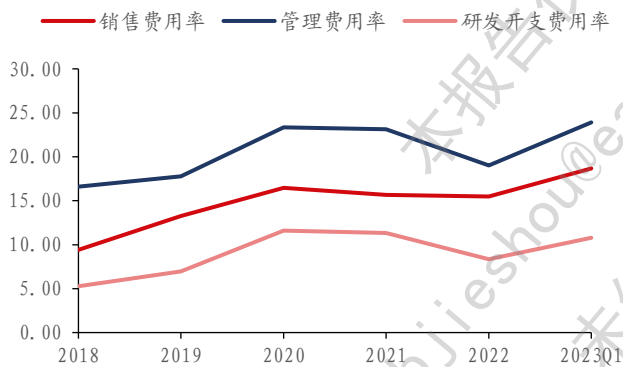
根据公司年报，公司是工业和信息化部认证的国家信息技术紧缺人才培养（NITE）工程软件应用与开发方向资源合作伙伴。公司先后荣获百度教育 2017 年度盛典“年度品牌视频机构奖”、百度教育 2017 年度盛典“知名 IT 教育品牌奖”、2017 新浪教育盛典“中国品牌实力教育集团奖”，新华网“2018 年度影响力教育集团奖”，2019 教育产业未来峰会“2019 教育产业影响力企业 TOP50”、第九届全国大学生计算机应用能力与信息素养大赛全国总决赛“优秀合作伙伴”、第三届蓝鲸教育大会“职业教育飞跃奖”，2020 年公司荣获“江苏省生产性服务业领军企业”、入选北京市科学技术委员会 2020 年首批高精尖产业技能提升培训机构、公司“黑马程序员”账号被评为风行号年度风范奖最受欢迎知识类账号，2021 年公司先后入选亿欧全球教育科技创新 TOP30、智能职业教育品牌榜单 TOP10、2021 世界人工智能大会“中国 AI+教育创新 榜单 TOP30”榜单。公司编著的教材屡获荣誉，其中 8 本教材入选“十三五”职业教育国家规划教材书目，6 本教材入选“十四五”职业教育江苏省规划教材。



AI 教育潜在市场空间较大，目前仍然是起步阶段，公司的各项能力有望在 AI 教育时代帮助公司继续巩固 IT 培训头部企业的位置。无论是 AI 开发工程师还是使用 AI 的提示工程师，都具有广阔潜在市场空间。公司紧跟市场需求的能力，与下游客户的关系以及提升学生技术水平的能力将会帮助公司在新需求时代下获益，培养出企业需要的 IT 工程师。

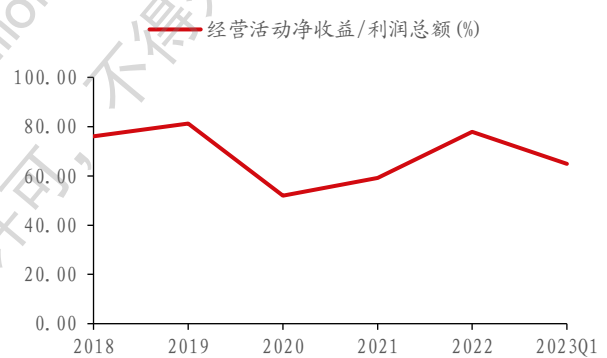
传智教育三项费用率较为稳定，整体现金流较好。Q1 因季节性因素费用率相对较高。

图表 23: 传智教育期间费用率 (%)



来源: Wind、国联证券研究所

图表 24: 传智教育利润总额现金含量



来源: Wind、国联证券研究所

公司下游需求主要受到宏观经济表现影响较大，AI 相关需求我们认为可能会在 2025 年左右开始快速发展，因此我们认为公司在 2023-2024 年是稳健增长的年份，而 2025 年公司的收入增速中枢将会有所上行。我们认为公司商业模式的优势在 AI 教育领域依然能维持，因此尽管培训的内容会有所变化，但公司仍能维持稳定盈利能力。我们预测公司 2023-2025 年的收入分别为 9.50、11.30 和 14.87 亿元，对应 2022-2025 年年均复合增长率 22.8%，我们预测公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 2.32、2.74 和 3.67 亿元，对应 2022-2025 年年均复合增长率 26.6%。

图表 25: 传智教育盈利预测简表

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	664	803	950	1,130	1,487
增长率 (%)	3.79%	20.93%	18.34%	18.96%	31.55%
EBITDA (百万元)	186	303	298	339	418
归母净利润 (百万元)	77	181	232	274	367
增长率 (%)	18.10%	135.26%	28.46%	17.91%	33.95%
EPS (元/股)	0.19	0.45	0.58	0.68	0.91
市盈率 (P/E)	75.10	31.92	24.85	21.08	15.73
市净率 (P/B)	4.76	4.31	3.71	3.19	2.68
EV/EBITDA	40.30	18.90	14.36	11.61	8.31

资料来源：Wind、国联证券研究所，股价取 2023 年 7 月 11 日

**图表 26：传智教育盈利预测利润表**

百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	639.62	663.85	802.82	950.04	1130.18	1486.72
营业成本	352.07	339.65	339.62	401.73	480.08	617.11
税金及附加	0.23	2.02	2.50	2.07	2.46	3.24
销售费用	105.42	104.09	124.32	145.36	171.79	218.55
管理费用	75.09	78.31	85.80	101.65	117.54	150.16
研发费用	74.19	75.25	66.85	76.00	92.67	133.80
财务费用	-7.82	14.36	10.55	2.50	-0.68	-3.96
资产减值损失	-5.29	2.25	-8.11	-4.75	-5.65	-7.43
信用减值损失	-1.91	-5.04	-2.43	-4.31	-5.13	-6.74
其他经营损益	-0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益	9.29	20.62	23.45	17.79	17.79	17.79
公允价值变动损益	0.00	0.48	8.91	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.22	7.20	4.07	3.83	3.83	3.83
其他收益	0.00	0.30	0.33	0.21	0.21	0.21
营业利润	42.75	75.98	199.39	233.50	277.38	375.48
营业外收入	22.06	7.01	12.87	13.98	13.98	13.98
营业外支出	0.85	2.91	3.51	2.42	2.42	2.42
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	63.95	80.08	208.76	245.05	288.94	387.03
所得税	-1.12	3.24	27.97	12.82	15.11	20.24
净利润	65.07	76.84	180.79	232.24	273.83	366.79
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	65.07	76.84	180.79	232.24	273.83	366.79
EBITDA	78.45	186.37	302.89	298.00	338.70	418.25
NOPLAT	35.31	79.32	170.57	220.02	258.59	348.45
EPS(元)	0.16	0.19	0.45	0.58	0.68	0.91

资料来源：Wind、国联证券研究所

**图表 27：传智教育盈利预测资产负债表**

百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	836.95	832.89	929.17	1167.33	1489.93	1946.22
应收票据及账款	9.34	17.05	9.47	16.50	19.62	25.81
预付账款	9.37	6.39	6.46	10.24	12.18	16.02
其他应收款	5.75	2.77	1.11	4.60	5.47	7.20
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	7.82	453.84	564.33	568.17	576.88	594.11
流动资产总计	869.23	1312.93	1510.54	1766.83	2104.08	2589.37
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3.29	292.72	221.48	186.78	152.08	117.38

在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	2.73	3.52	2.88	2.40	1.92	1.44
长期待摊费用	57.43	40.89	30.52	15.26	0.00	0.00
其他非流动资产	178.34	99.11	76.06	82.23	82.23	82.23
<b>非流动资产合计</b>	<b>241.78</b>	<b>436.23</b>	<b>330.94</b>	<b>286.68</b>	<b>236.24</b>	<b>201.06</b>
<b>资产总计</b>	<b>1111.01</b>	<b>1749.16</b>	<b>1841.48</b>	<b>2053.51</b>	<b>2340.32</b>	<b>2790.42</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	22.97	3.43	2.90	11.23	13.42	17.25
其他流动负债	237.70	305.48	349.27	383.76	457.03	596.83
<b>流动负债合计</b>	<b>260.67</b>	<b>308.90</b>	<b>352.16</b>	<b>394.99</b>	<b>470.45</b>	<b>614.09</b>
长期借款	0.00	225.85	150.77	103.63	59.89	24.68
其他非流动负债	0.00	1.42	0.34	0.34	0.34	0.34
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.00</b>	<b>227.27</b>	<b>151.11</b>	<b>103.97</b>	<b>60.23</b>	<b>25.02</b>
<b>负债合计</b>	<b>260.67</b>	<b>536.17</b>	<b>503.27</b>	<b>498.96</b>	<b>530.68</b>	<b>639.11</b>
股本	362.20	402.45	402.45	402.45	402.45	402.45
资本公积	23.18	275.58	254.74	254.74	254.74	254.74
留存收益	464.96	534.96	681.03	897.37	1152.45	1494.13
归属母公司权益	850.34	1212.99	1338.21	1554.55	1809.63	2151.32
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>850.34</b>	<b>1212.99</b>	<b>1338.21</b>	<b>1554.55</b>	<b>1809.63</b>	<b>2151.32</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>1111.01</b>	<b>1749.16</b>	<b>1841.48</b>	<b>2053.51</b>	<b>2340.32</b>	<b>2790.42</b>

资料来源：Wind、国联证券研究所

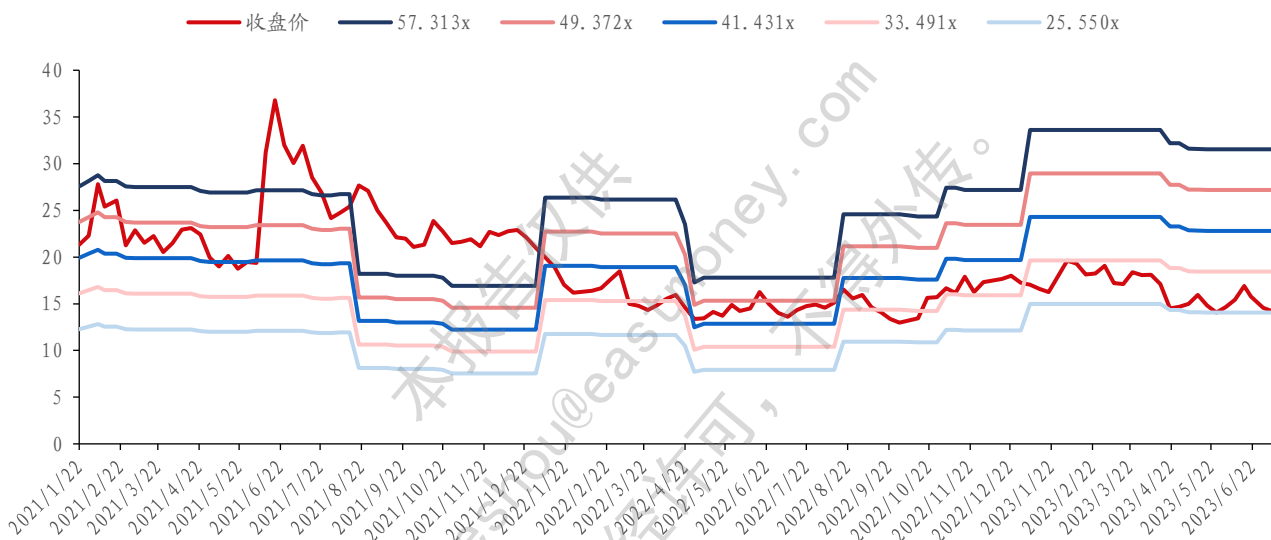
**图表 28：传智教育盈利预测现金流量表**

百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	65.07	76.84	180.79	200.60	242.19	335.15
折旧与摊销	22.32	91.93	83.58	50.44	50.44	35.18
财务费用	-7.82	14.36	10.55	2.50	-0.68	-3.96
投资损失	-9.29	-20.62	-23.45	-17.79	-17.79	-17.79
营运资金变动	-72.40	35.35	20.11	24.69	60.82	114.64
其他经营现金流	18.22	-7.07	4.31	23.38	29.55	29.55
<b>经营性现金净流量</b>	<b>16.09</b>	<b>190.80</b>	<b>275.88</b>	<b>283.83</b>	<b>364.53</b>	<b>492.77</b>
资本支出	13.73	4.82	5.76	0.00	-0.00	0.00
长期投资	-50.00	-430.00	-110.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	12.44	20.32	33.45	19.87	19.87	19.87
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-51.29</b>	<b>-414.49</b>	<b>-82.31</b>	<b>19.87</b>	<b>19.87</b>	<b>19.87</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	225.85	-75.08	-47.14	-43.74	-35.21
普通股增加	0.00	40.24	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	6.36	252.40	-20.85	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-7.71	-296.86	-1.56	-18.40	-18.06	-21.14
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-1.35</b>	<b>221.63</b>	<b>-97.48</b>	<b>-65.54</b>	<b>-61.80</b>	<b>-56.35</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>-36.54</b>	<b>-2.06</b>	<b>96.09</b>	<b>238.16</b>	<b>322.60</b>	<b>456.29</b>

资料来源：Wind、国联证券研究所

传智教育当前 PE 水平为上市以后低位。

图表 29: 传智教育 PE BAND (预测)



来源: Wind、国联证券研究所

#### 4.3 看好公司未来表现，首次覆盖给予买入评级

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 9.50、11.30 和 14.87 亿元, 同比增速为 18.34%、18.96%和 31.55%, 归母净利润分别为 2.32、2.74 和 3.67 亿元, 同比增速分别为 28.46%、17.91%和 33.95%, EPS 分别为 0.58、0.68 和 0.91 元/股, 3 年 CAGR 为 26.60%, 可比公司 2024 年平均 PE33 倍, 鉴于公司受益于中国经济复苏, 且有望将竞争优势维持到 AI 教育时代, 参考可比公司我们给予公司 2024 年 30 倍 PE, 目标价 20.41 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

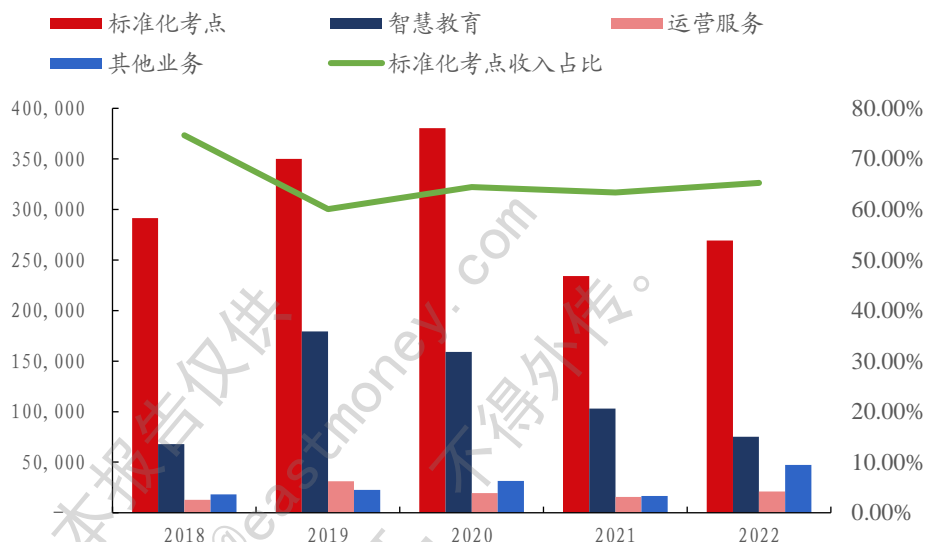
风险提示: 1、公司的学员寻求工作的企业遍布各行业, 容易受到宏观经济下行的影响, 如果宏观经济下行, 企业收缩数字化人才招聘将导致公司的学员购买课程参与培训的意愿下降, 收入利润受到影响; 2、AI 大模型时代的数字化人才培养课程可能与当前存在较大差异, 公司可能面临新的竞争对手, 行业竞争格局可能恶化。

### 5 佳发教育：由考试场景扩张的新兴智慧教育公司

佳发教育是有自主知识产权和自主品牌的教育数字化先行者。公司业务聚焦智慧考试和智慧教育两大场景, 主要客户为各级教育管理机构和学校。

公司收入中智慧考试业务占比约为 60%, 整体比例较为稳定。

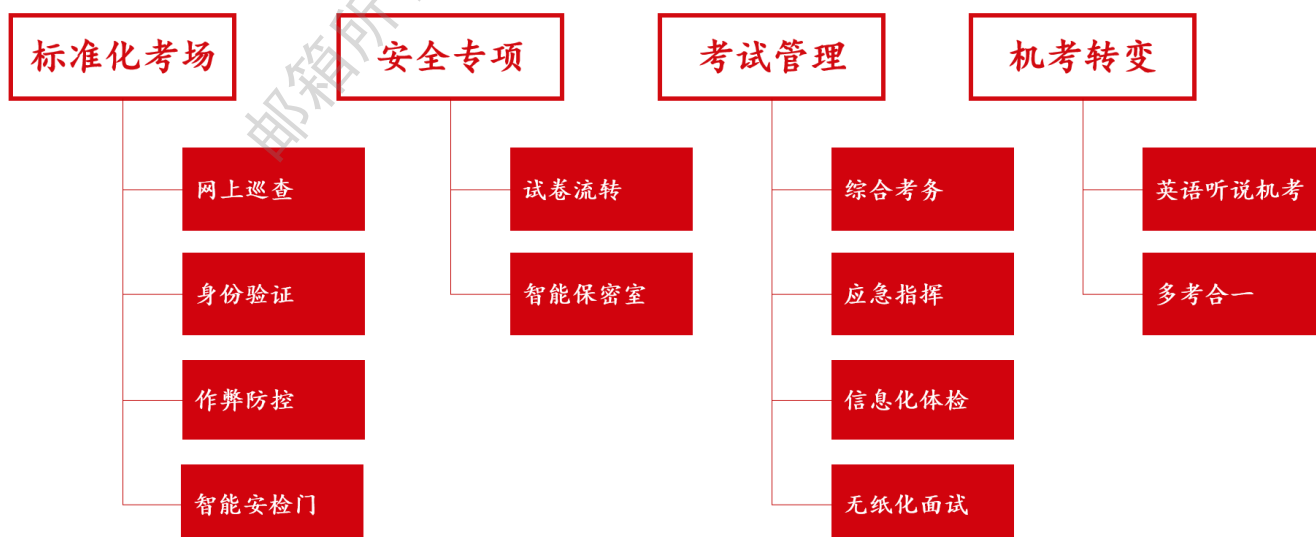
图表 30: 佳发教育营业收入拆分 (千元)



来源: Wind、国联证券研究所

考试场景,公司产品面向教育、人事两大考试业务,覆盖考前、考中、考后全生命周期管理,从考试环境、考试安全、考试管理到考试模式,四维一体层层把控,保障考试公平公正。

图表 31: 佳发教育智慧考试产品



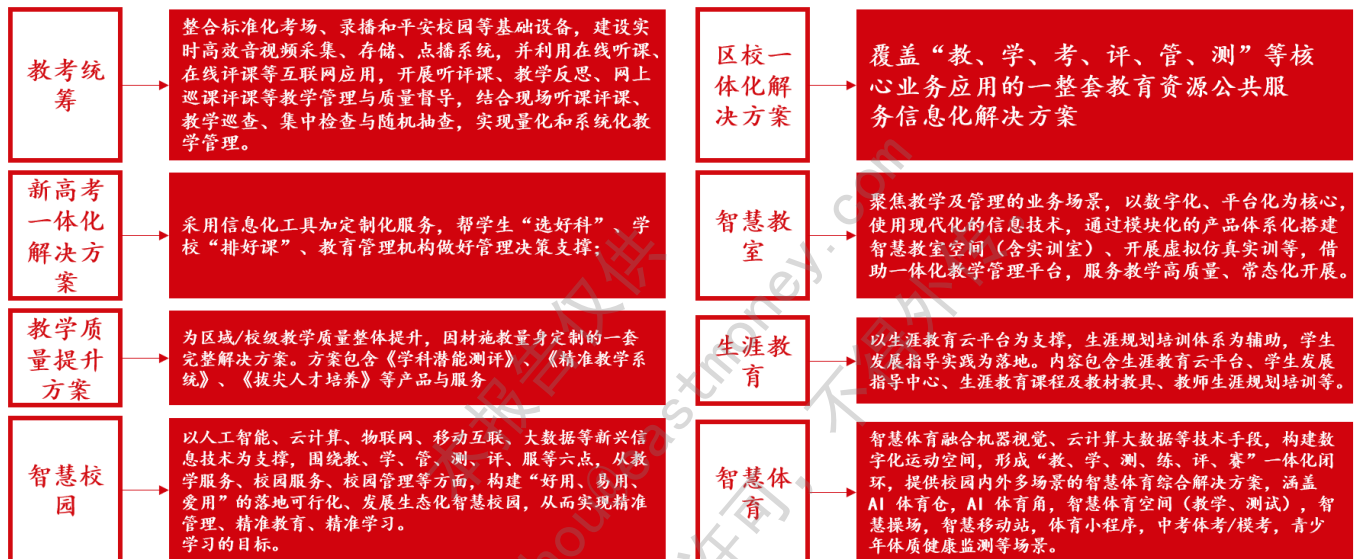
来源: 公司公告、国联证券研究所

公司凭借和各地教育主管部门在考试场景多年良好稳固的合作,逐步拓展业务到智慧教育。公司在智慧教育的主要优势包括: 1、标准化考场建设多年的优秀表现积累了深厚的客户伙伴信任; 2、智慧教育产品可以和智慧考试产品实现基础设施复用,



降低学校的成本；3、更为灵活和丰富的产品形态，深入理解客户需求。

图表 32：佳发教育智慧教育产品



来源：公司公告、国联证券研究所

## 5.1 智慧考试业务进入景气周期

考试场景的市场需求有两大特点：1、周期属性，每隔几年标准化考场需要更新升级设备以应对新的需求，例如更先进的防作弊手段，以及更科学的监考巡考管理等；2、外语听说的成长属性，由于专业教师的缺乏，外语听说教学以及对应的考试在中国的落地范围相对集中在高线城市，仍未得到全面普及，但随着 AI 技术的进步，听说教学及考试范围有望扩大，带来新的标准化考场建设需求。

以英语听说考试为例，过往的方案是建设机房，轮流考试，保护试题不泄露等事项对学校管理和命题人提出了较高要求。佳发教育的解决方案是使用智能终端、只能靠十二级和移动终端充电管理柜，与英语听说智能化考试系统相结合，在标准化考场和普通教室共同展开，实现了全体考生使用“一套试卷”完成考试，有效解决了试卷等值性问题，保障了考试公平公正；为命题专家组大幅减少了试卷命题及录音的工作量，提升了命题效率。



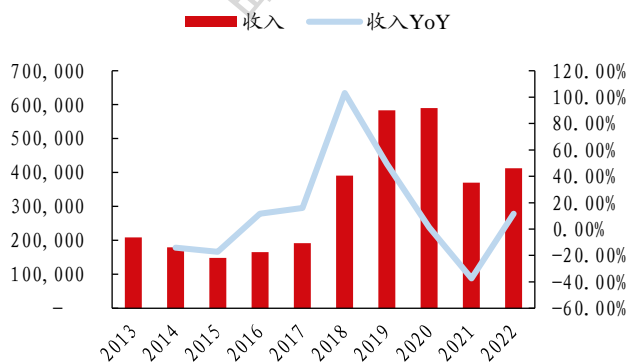
图表 33: 佳发教育新一代英语听说考试方案



来源: 公司官网、国联证券研究所

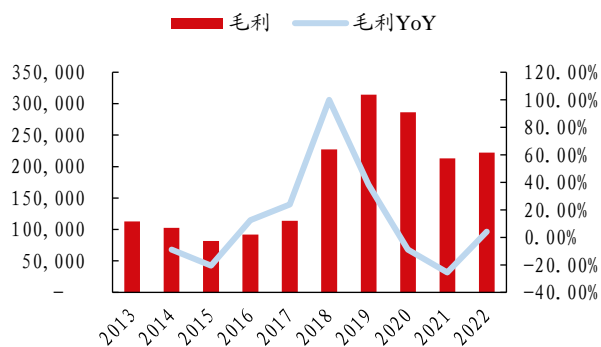
公司收入利润呈现明显周期属性,与上一轮标准化考点建设周期相关,由于相关设备设施需要升级换代以面对新需求,公司收入已经于 2022 年出现触底反弹,2022 年前三季度利润企稳, Q4 受到疫情影响利润下降导致全年利润下降。

图表 34: 佳发教育收入 (千元) 和 YoY (%)



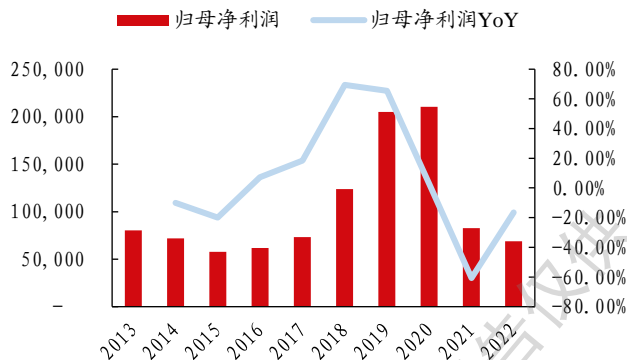
来源: Wind、国联证券研究所

图表 35: 佳发教育毛利 (千元) 和 YoY (%)



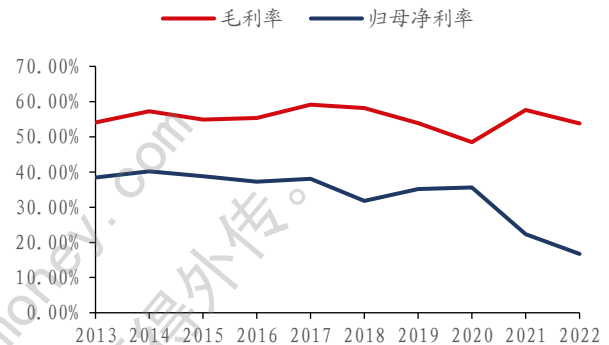
来源: Wind、国联证券研究所

图表 36: 佳发教育归母净利润 (千元) 和 YoY (%)



来源: Wind、国联证券研究所

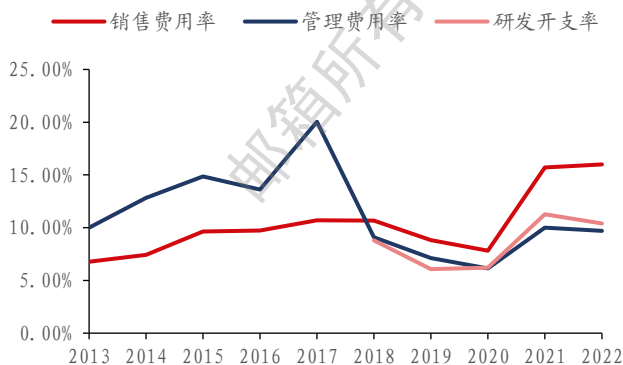
图表 37: 佳发教育盈利能力 (%)



来源: Wind、国联证券研究所

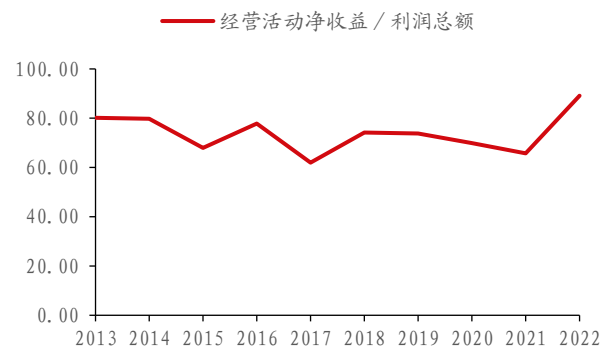
佳发教育的期间费用受到收入影响较大,在全国标准化考场建设相对成熟周期以及 2021-2022 年期间,销售管理费用率会相对提升,但随着收入的反弹,公司的期间费用率也会随之下降。公司现金流水平良好。

图表 38: 佳发教育期间费用率 (%)



来源: Wind、国联证券研究所

图表 39: 佳发教育利润总额现金含量 (%)



来源: Wind、国联证券研究所

距离上一次全国建设标准化考点的高峰期 2017 年已经过去 6 年,公司智慧考试业务进入新一轮增长周期。由于新冠疫情防控政策优化,公司的智慧教育业务也有望恢复。由于公司收入持续增长,规模效应会降低公司的期间费用率,使得公司的归母净利润增速超过收入增速。我们预测公司 2023-2025 年收入分别为 5.66、7.78 和 10.05 亿元,3 年年均复合增速为 34.5%。我们预测公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 1.61、2.13 和 2.69 亿元,3 年年均复合增速为 57.36%。

**图表 40：佳发教育盈利预测简表**

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	370	413	566	778	1,005
增长率（%）	-37.37%	11.62%	37.22%	37.40%	29.16%
EBITDA（百万元）	186	303	298	339	418
归母净利润（百万元）	83	69	161	213	269
增长率（%）	-60.72%	-16.56%	133.91%	31.85%	26.36%
EPS（元/股）	0.21	0.17	0.40	0.53	0.67
市盈率（P/E）	72.42	86.80	37.11	28.14	22.27
市净率（P/B）	5.96	5.78	5.30	4.77	4.24
EV/EBITDA	42.17	51.11	28.01	22.24	18.04

资料来源：Wind、国联证券研究所，股价取 2023 年 7 月 11 日

**图表 41：佳发教育盈利预测利润表**

百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	590.33	369.70	412.64	566.21	777.96	1004.84
营业成本	304.18	156.57	190.58	256.15	347.37	444.21
税金及附加	7.21	5.93	3.77	7.05	9.69	12.52
销售费用	46.18	58.04	66.01	67.95	93.35	120.58
管理费用	36.23	36.93	39.97	39.63	54.46	70.34
研发费用	36.70	41.67	42.95	45.30	62.24	80.39
财务费用	-2.33	-18.02	-15.08	-1.75	-2.06	-2.42
资产减值损失	0.00	-12.99	-6.30	-9.51	-13.07	-16.88
信用减值损失	-18.71	-24.29	-21.90	-28.40	-39.02	-50.40
其他经营损益	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	20.89	3.78	-4.90	6.59	6.59	6.59
公允价值变动损益	0.00	0.00	-4.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益	42.68	23.26	15.98	27.31	27.31	27.31
营业利润	207.02	78.35	63.33	147.87	194.72	245.85
营业外收入	0.00	0.00	0.02	0.01	0.01	0.01
营业外支出	1.60	0.37	0.24	0.74	0.74	0.74
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	205.41	77.98	63.11	147.13	193.99	245.12
所得税	1.44	5.51	5.51	8.10	10.67	13.49
净利润	203.97	72.47	57.60	139.04	183.32	231.63
少数股东损益	-6.38	-10.17	-11.35	-22.25	-29.33	-37.06
归属母公司股东净利润	210.35	82.63	68.95	161.29	212.65	268.70
EBITDA	214.69	76.92	69.60	195.99	242.71	292.66
NOPLAT	203.27	56.08	48.05	138.11	182.09	230.07
EPS(元)	0.53	0.21	0.17	0.40	0.53	0.67

资料来源：Wind、国联证券研究所

**图表 42：佳发教育盈利预测资产负债表**

百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	655.02	519.48	485.30	562.45	646.22	749.66
应收票据及账款	216.72	152.56	141.00	211.66	290.82	375.63
预付账款	1.33	3.12	14.16	8.50	11.67	15.08
其他应收款	19.84	13.78	10.18	18.03	24.78	32.00
存货	59.65	86.16	92.38	105.12	142.56	182.30
其他流动资产	52.56	61.69	58.32	70.82	97.30	125.67
<b>流动资产总计</b>	<b>1005.12</b>	<b>836.79</b>	<b>801.34</b>	<b>976.58</b>	<b>1213.34</b>	<b>1480.35</b>
长期股权投资	59.07	77.62	72.02	74.30	76.58	78.86
固定资产	104.50	225.83	253.96	214.18	174.39	134.60
在建工程	54.54	31.53	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	44.12	50.55	57.83	49.08	40.16	31.06
长期待摊费用	1.77	1.12	2.01	1.00	0.00	0.00
其他非流动资产	117.74	91.02	80.33	87.05	85.98	84.91
<b>非流动资产合计</b>	<b>381.74</b>	<b>477.67</b>	<b>466.15</b>	<b>425.62</b>	<b>377.11</b>	<b>329.43</b>
<b>资产总计</b>	<b>1386.86</b>	<b>1314.46</b>	<b>1267.49</b>	<b>1402.20</b>	<b>1590.45</b>	<b>1809.78</b>
短期借款	0.00	63.09	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	147.78	121.78	105.83	155.31	210.62	269.33
其他流动负债	76.07	79.94	96.37	109.99	148.23	188.94
<b>流动负债合计</b>	<b>223.84</b>	<b>264.80</b>	<b>202.20</b>	<b>265.30</b>	<b>358.85</b>	<b>458.26</b>
长期借款	0.00	4.85	2.09	1.37	0.71	0.11
其他非流动负债	0.91	0.77	0.64	0.64	0.64	0.64
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.91</b>	<b>5.63</b>	<b>2.73</b>	<b>2.01</b>	<b>1.34</b>	<b>0.74</b>
<b>负债合计</b>	<b>224.75</b>	<b>270.43</b>	<b>204.93</b>	<b>267.30</b>	<b>360.19</b>	<b>459.01</b>
股本	399.53	399.51	399.51	399.51	399.51	399.51
资本公积	18.51	18.48	18.48	18.48	18.48	18.48
留存收益	696.76	586.90	616.78	711.36	836.06	993.63
归属母公司权益	1114.80	1004.89	1034.78	1129.36	1254.06	1411.63
少数股东权益	47.30	39.13	27.78	5.54	-23.80	-60.86
<b>股东权益合计</b>	<b>1162.11</b>	<b>1044.03</b>	<b>1062.56</b>	<b>1134.89</b>	<b>1230.26</b>	<b>1350.77</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>1386.86</b>	<b>1314.46</b>	<b>1267.49</b>	<b>1402.20</b>	<b>1590.45</b>	<b>1809.78</b>

资料来源：Wind、国联证券研究所

**图表 43：佳发教育盈利预测现金流量表**

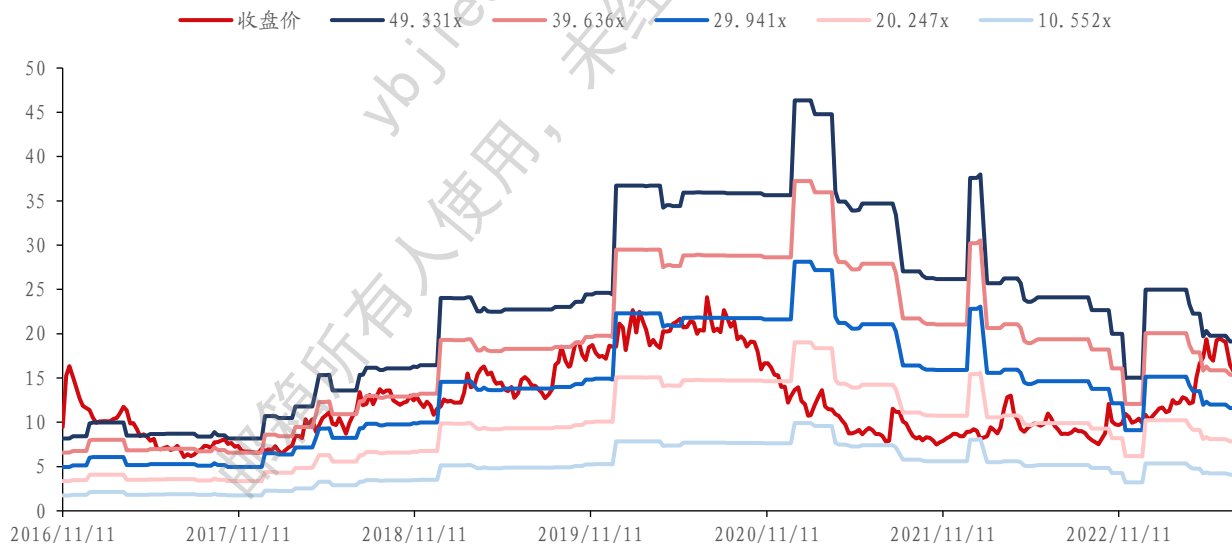
百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	203.97	72.47	57.60	107.69	151.97	200.29
折旧与摊销	11.61	16.96	21.57	50.61	50.79	49.96
财务费用	-2.33	-18.02	-15.08	-1.75	-2.06	-2.42
投资损失	-20.89	-3.78	4.90	-6.59	-6.59	-6.59
营运资金变动	-90.79	-18.91	-10.85	-34.99	-59.44	-64.15
其他经营现金流	16.02	31.62	46.14	25.37	33.17	33.17
<b>经营性现金净流量</b>	<b>117.59</b>	<b>80.34</b>	<b>104.28</b>	<b>140.34</b>	<b>167.83</b>	<b>210.26</b>
资本支出	71.65	81.12	34.98	0.00	-0.00	0.00

长期投资	-41.14	-17.13	-2.30	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	432.70	22.47	3.14	2.49	2.49	2.49
投资性现金净流量	319.92	-75.78	-34.15	2.49	2.49	2.49
短期借款	0.00	63.09	-63.09	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	4.85	-2.76	-0.72	-0.66	-0.60
普通股增加	133.18	-0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-131.42	-0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-81.55	-207.96	-38.01	-64.96	-85.88	-108.71
筹资性现金净流量	-79.79	-140.07	-103.86	-65.68	-86.55	-109.30
现金流量净额	357.72	-135.50	-33.73	77.15	83.77	103.45

资料来源：Wind、国联证券研究所

公司目前交易 PE 处于历史高位，和公司上一轮景气周期时接近，历史估值中枢大约在 30 倍当年预测 PE。

图表 44：佳发教育 PE BAND（预测）



来源：Wind、国联证券研究所

## 5.2 看好公司成长性，首次覆盖给予买入评级

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 5.66、7.78 和 10.05 亿元，同比增速为 37.22%、37.40%和 29.16%，归母净利润分别为 1.61、2.13 和 2.69 亿元，同比增速分别为 133.91%、31.85%和 26.36%，EPS 分别为 0.40、0.53 和 0.67 元/股，3 年 CAGR 为 57.36%，可比公司 2024 年平均 PE33 倍，鉴于公司受益于新一轮标准化考点建设和 AI 时代智慧教育的需求扩张，参考可比公司我们给予公司 2024 年 40 倍 PE，目标价 21.29 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：1、公司的主要客户为地方政府各级教育主管部门和学校，如果宏观



经济下行导致地方政府财政状况恶化，可能会收缩教育信息化相关的投资规模，导致公司的需求下行，影响公司利润；2、在智慧教育行业，AI 大模型崛起可能使例如互联网公司掌握新技术的竞争对手出现，从而使行业格局恶化，影响公司收入利润；3、AI 大模型时代的智慧教育，对公司的 AI 技术开发能力提出了新的要求，公司的研发开支可能会迅速增加导致公司利润率受到负面影响。

## 6 投资建议：看好 C 端设备、教育信息化以及人才培养行业

AI 大模型技术的出现，有望大幅改善优质教育供给不足的困境，无论是政府教育主管部门还是学生家长，都有可能在新技术提供的优质供给下购买更多的服务，板块相关公司将有望迎来新一轮增长周期。看好智慧教育和 C 端设备学习机龙头公司科大讯飞、教育信息化中智慧考试场景龙头佳发教育以及人才培养龙头公司传智教育。维持科大讯飞买入评级，首次覆盖佳发教育和传智教育，给予买入评级。

图表 45：覆盖公司及可比公司盈利预测与估值表

股票代码	证券简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			CAGR-3 (%)	PEG	评级	变动
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E				
002230.SZ	科大讯飞	69.17	0.77	1.03	1.50	89.71	67.45	46.14	83.78%	0.81	买入	无
002599.SZ	盛通股份	8.15	0.29	0.38	0.47	27.69	21.53	17.29	274.18%	0.08	-	
002841.SZ	视源股份	64.06	3.50	4.21	5.01	18.28	15.23	12.78	19.26%	0.79	-	
002955.SZ	鸿合科技	21.29	2.25	2.72	3.40	9.47	7.82	6.26	26.20%	0.30	-	
600636.SH	国新文化	11.73	0.51	0.54	-	22.96	21.53	-			-	
300654.SZ	世纪天鸿	12.28	0.13	0.15	0.18	97.77	79.59	69.54	1.66%	48.00	-	
300192.SZ	科德教育	11.22	0.64	-	-	17.59	-	-			-	
000526.SZ	学大教育	25.72	0.64	0.81	1.19	39.93	31.78	21.52	134.64%	0.24	-	
605098.SH	行动教育	39.50	1.82	2.36	2.91	21.65	16.74	13.58	45.77%	0.37	-	
	可比公司 平均		1.17	1.53	2.10	38.34	32.71	26.73	83.64%	7.23		
003032.SZ	传智教育	14.34	0.58	0.68	0.91	24.85	21.08	15.73	26.60%	0.79	买入	
300559.SZ	佳发教育	14.98	0.40	0.53	0.67	37.11	28.14	22.27	57.36%	0.49	买入	

来源：Wind，国联证券研究所 注：股价为 2023 年 7 月 11 日收盘价，科大讯飞、传智教育和佳发教育为国联预测，其他为 Wind 一致预期



## 7 风险提示

**宏观经济发展不及预期风险：**教育信息化和 IT 教育培训等受到宏观经济影响很大，如果宏观经济出现失速，势必会影响到各地财政收入，教育信息化的主要投资人为地方政府教育主管部门，如果他们的可支配财政资金缩小，教育信息化的市场需求就会萎缩。宏观经济下行时期，数字化人才的招聘也会被削减，影响 IT 教育培训行业的市场需求。

**市场恶性竞争风险：**AI 时代，教育信息化的新参与者可能通过 AI 技术实现产品表现“弯道超车”，如果公司不能跟上行业的潮流，满足不断变化的市场需求，就可能面临市场格局重塑的风险。

**AI 大模型发展速度不及预期风险：**如果大模型 AI 技术发展不及预期，供给上可能无法提供足够满足市场需求的新产品，导致市场规模增速下行。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**无锡：**江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

**北京：**北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695