



共享经济风起云涌，在线教育方兴未艾

中信证券研究部

2015年9月17日

胡雅丽

电话：021-20262103

邮件：huyl@citics.com

执业证书编号：S1010510120019

联系人：刘凯

电话：021-20262109

邮箱：kailiu@citics.com

事项：

Uber 和 Airbnb 的估值达到了 500 和 255 亿美元，成为全球估值第一和第三大的非上市公司。共享经济可能成为继流量分发、O2O 之后又一重要的互联网商业模式。中信证券研究部于 2015 年 9 月 10-11 日在深圳举办“共享经济”主题论坛与投资者、产业界共谋共享经济的发展脉络和投资机会。我们新三板团队也协办了其中的“教育专场”，邀请了华图教育董事兼 CFO 吴正杲先生、北教传媒跨学网乔帅先生和凹凸教育总经理张晋巍先生三位嘉宾与投资者分享了共享经济对传统教育产业的影响、在线教育行业未来发展趋势和各自公司相应的布局 and 战略。

三位嘉宾精彩观点：

华图教育：夯实线下培训主业，布局在线 O2O 业务。作为国内最大的职业教育机构，华图教育在全国拥有 400 多家分支机构，公司主营面授培训、网络培训及咨询三大业务，同时积极推进在线教育。现有的事业单位、公务员、教师及医疗考试培训已形成 6100 万人/年的市场规模，公司内生性增长空间巨大。华图不断夯实传统线下业务的同时积极推进线上布局，业已形成渠道、人才、品牌、产品及互联网平台五大核心优势。华图教育打造职业教育 O2O 手机移动端产品华图在线 APP，半年下载量达到 300 万，日活跃用户 20 万，位居所有教育类软件前 20 名。公司增长态势良好，上半年净利润逾 1.5 亿元，同比增长 101%；今年收入目标为 13.5 亿元。公司今后将积极推进教师招聘考试培训产品，未来还将加码并购与线上投资，以实现外延式增长。

北教传媒：出版业务与在线教育平台深度融合。公司是北京出版集团控股的国有控股企业，主营业务为 K12 教辅出版+少儿课外读物发行，连续五年蝉联全国教辅市场产品动销量第一和 2014 年全国少儿读物单品贡献率第一。**2014 年推出在线教育平台跨学网，目前已形成三大产品线协同发展布局：**（1）基于移动端的远程辅导 App“老师帮帮忙”；（2）基于 PC 端的线上一对一辅导平台“跨学一对一”；（3）基于平板电脑端的移动学习平台“跨学派”。**公司将传统出版业务与互联网深度融合：**教辅图书与跨学网视频辅导、课堂直播、微信在线测试相结合，销量持续攀升，预计配有课堂直播的图书 2016 年销量可达 4000 万册。跨学网在 2015、2016、2017 的收入目标为 500 万元、0.5 亿元、1.5 亿元，2017 年净利润目标为 2500 万元。北教传媒 2014 年收入和净利润分别为 2.63 亿元和 1426 万元，同比增长 19%和 186%，2014 年 11 月正式挂牌新三板。

凹凸教育：启动布局二三线城市的“平台+大数据+O2O”战略。公司着力布局二三线城市，采取“激活休克鱼”、“服务增值”等独特商业模式，通过整合当地培训机构，利用小城市的高需求、低成本等优势，激活市场需求，目前公司直营、合资和联营的机构已接近 500 家。公司针对传统 O2O 教育模式的安全隐患、组织效率低、透明性差、教学效果难测量等痛点，采取创新型社区学习中心、智能师生匹配、大数据平台建设和遍布全国的教研基地等措施，**建设创新的教育 O2O 模式。**凹凸教育致力于建立统一的平台和大数据管理系统，为提升学生学习效率和效果提供更有针对性、可行性的解决方案。未来，公司将在一对一辅导之外适时增加线上直播课程及线上与线下交互性课程，最终通过“平台+大数据+O2O”的战略，重新定义个性化教育。

新三板教育行业投资建议

K12 和职业教育分为课内和课外两个体系，课外体系包括纯线下辅导、纯线上学习和 O2O 三种模式。 课外 K12 和职业教育体系主要包括 3 种形式：（1）纯线下辅导，包括一对多、一对一的在培训机构展开的辅导；（2）纯线上学习，即通过互联网或专有硬件终端，以题库、视频直播和录播、线上老师辅导和答疑为主要形式的教育方式，其本质是试题资源和教师资源的共享；（3）O2O，即线上学习和线下辅导相结合的方式。

教育行业具有 3 个特点。（1）个性化，包括地域考试要求和学生个体因素等诸多差异，辅导机构或者老师需要根据不同地区的考试要求、不同学生个体的学习情况进行因材施教；（2）家长、学生、教师三个群体诉求一致，学生能否提高考试分数是核心，因此知识盲点的定位和学习情况的诊断非常重要；（3）在 K12 教育领域，付费群体（家长）和使用群体（学生）不统一。家长要保证学习过程的可控，因此对线下培训和专有终端（例如步步高、跨学网等机构的学习 Pad）的需求较大。

在线教育公司的 3 大核心竞争力是卡位的关键：内容资源、教师资源和渠道推广能力。

（1）内容资源：是教育产品的根基，用户对教育产品的使用最终归结于对其内容资源的使用（2）优质的教师资源：对于互联网教育企业持续生产和积累优质内容并建立品牌影响力意义重大。（3）渠道推广能力：在线教育本质上是 ToC 的业务，如何实现在线教育业务的有效推广、如何使得更多的学生和的家长用户能够使用公司的产品将是每家在线教育公司考量的重要因素。

华图教育、北教传媒跨学网和凹凸教育的模式值得重点关注。 综合考虑教育培训行业的 3 大特点与在线教育公司的三大核心竞争力，我们认为以下三家公司的模式值得投资者重点关注：（1）华图教育 O2O 模式，将线下培训和线上题库、录播、直播资源相结合，同时公司还拥有极强的师资力量；（2）北教传媒跨学网，2014 年销售教辅图书 7000 万册，与全国各地新华书店保持良好合作关系，内容、教师、渠道优势兼备；（3）凹凸教育的个性化培训体系，满足了教育个性化及家长对孩子学习过程可控的诉求。

风险因素。 教育政策变化、知识产权保护不力、市场竞争加剧。

估值比较。 我们看好教育行业三大细分市场的发展前景，政策助力学前教育迎来战略拐点，互联网与 K12 教育的深度融合有望颠覆原有商业模式，职教培训公司密集登陆资本市场后腾飞在即。建议按照三大主线关注新三板的教育行业公司，包括：（1）学前教育：亿童文教和嘉达早教；（2）K12 教育：分豆教育、北教传媒、中教股份、威科姆和颂大教育；（3）职业教育：学历职业教育的星科智能和联合永道，非学历职业教育的华图教育、行动教育和朗顿教育。新三板教育行业公司 2013/2014PE 为 181/114X；A 股纯教育行业公司的（全通教育、拓维信息、新南洋）2014/2015/2016PE 为 189/71/43X；A 股涉教育行业公司 2014/2015/2016PE 为 98/71/46X；美股和港股 2013/2014PE 为 24/27X。A 股上市公司收购或参股教育行业标的资产的 2014/2015/2016/2017 平均 PE 为 12/13/9/8X（按照对赌业绩测算），2013/2014PS 为 19/4X。我们新三板教育行业 12 家公司构建的精选股票池 2013/2014PE 为 288/200X。

表 1：新三板教育行业精选股票池

行业	公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	收入 (百万元)		净利润 (百万元)		PS		PE	
					2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014
学前教育	亿童文教	430223.OC	32.1	33.80	253.24	313.24	44.53	86.70	13	10	72	37
	嘉达早教	430518.OC	5.6	8.12	299.49	314.56	37.04	35.23	2	2	15	16
	中教股份	430176.OC	12.4	20.50	83.68	145.44	19.52	50.13	15	9	63	25
K12 教育	颂大教育	430244.OC	9.7	21.13	25.56	65.33	5.89	16.48	38	15	165	59
	北教传媒	831299.OC	N/A	N/A	220.90	263.09	4.98	14.26	N/A	N/A	N/A	N/A
	分豆教育	831850.OC	23.6	47.29	5.68	28.98	1.22	7.35	416	82	1931	322
	威科姆	831601.OC	15.4	15.78	306.60	318.20	15.42	1.30	5	5	100	1184

行业	公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	收入 (百万元)		净利润 (百万元)		PS		PE	
					2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014
职业教育	华图教育	830858.OC	60.9	99.00	984.38	1155.43	120.43	106.28	6	5	51	57
	行动教育	831891.OC	8.1	25.80	240.41	215.41	10.42	23.53	3	4	77	34
	朗顿教育	831505.OC	N/A	N/A	31.72	45.92	14.91	21.48	N/A	N/A	N/A	N/A
	星科智能	430545.OC	6.5	18.00	84.03	100.86	10.24	11.17	8	6	63	58
	联合永道	430664.OC	2.6	7.00	42.46	65.11	2.02	6.83	6	4	128	38
平均			18.8						56	15	288	200

资料来源：Wind、中信证券研究部整理

注：股价为 2015 年 9 月 16 日收盘价

共享经济会议教育行业专场交流纪要

华图教育：一纵一横战略打造新华图

发言人：华图教育董事兼 CFO 吴正杲

(一) 资本市场过程与公司业务

公司 2010 年 10 月启动 IPO 计划，2011 年 10 月公司整体变更为股份有限公司，2014 年 7 月挂牌新三板；2015 年 4 月披露与 ST 新都的资产重组公告，华图以较低成本获得 ST 新都的壳资源，注入资产与定增后华图将获得公司 70% 的控股权，重组后华图能够有力承担原有的负债且能保留充足的现金流。此次重组因壳方大股东方面问题而搁浅，6 月份公司解除与 ST 新都的重组协议。公司 7 月份重启新三板交易并开始进行员工持股计划。华图教育挂牌新三板一年多时间实际交易时间不到一个月，大部分时间都处于停牌阶段，现在仍处于停牌状态。

公司是一个职业教育培训机构，目前在全国拥有 400 多家分支机构，专职教师、研究员及员工近 6000 人，是目前国内最大的职业教育培训机构。公司主要业务涵盖三个板块：面授培训、在线教育、投资并购，最为基础的是面授培训，目前公司拥有 400 家直营分支机构，培训量每年超百万人次，国内仅新东方和华图达此规格。华图目前的战略重点是打造在线教育业务，互联网给包括新东方在内的大多数传统培训机构带来巨大冲击，为应对颠覆与替代的风险，华图将推行与自己理念一致的在线教育模式：直播、录播与题库。

图 1：华图教育业务板块



资料来源：公司路演 PPT，中信证券研究部

内生空间巨大，积极展开外延布局：(1) 内生空间巨大。公开数据显示，现有事业单位人员 3300 万人、公务员 710 万人、教师 1800 万人及医疗人员 300 万人，整个市场有 6100 万的规模，按照 30 年工龄轮换，平均每年轮换 200 万人，从竞争角度测算，每个岗位约 10 人参与竞争，意味着每年有 2000 万人次的潜在培训对象，综合考虑到职业考试的参培率，华图每年将面临 1000 万人次的市场空间，华图线上线下结合，人均花费至少在 2000 元以

上。2015年中报显示，公司上半年收入增长较2014年同比增加34%，相比较公司10亿的营收规模体量，公司业绩增速与增长绝对值都能算是表现亮眼。华图教育当下主要客户群体是青年大学生，将专注于帮助大学生通过各类职业考试。**(2) 外延扩张积极。**公司拥有充裕的现金流可以支持线上线下的教育投资，在未进行定增的前提下，截至半年报发布日，公司日均现金流达7亿多。公司2013年开始布局投资业务，当前正在与众多潜在标的进行商谈。

(二) 华图教育核心优势

公司致力于构筑核心优势打造战略高边疆。

渠道优势方面，公司在省会城市布局的覆盖率达到100%，地级城市覆盖率高达90%，仅西藏的极为偏远地市尚未覆盖到，目前，公司在大学地带做到全覆盖，并已渗透到东部沿海地区的县级市层面。

图2：华图拥有400家分校，大陆省会城市覆盖率100%，地级市覆盖率90%，覆盖部分县级城市

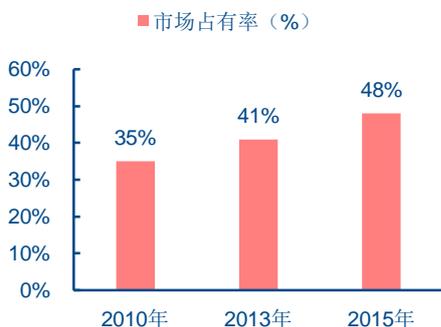


资料来源：华图教育公开路演 PPT，中信证券研究部

人才优势方面。公司积极实施员工持股激励计划，第一批142人与第二批200人完成了持股计划成为公司股东，覆盖了华图所有的核心管理人员。公司**人力资本红利凸显**，全员平均年龄接近29岁，高管平均年龄37.8岁，而互联网类别员工占比达到三分之一。各地分校的市场推广采用互联网和地面结合的方式，在人才配置上，省会分校拥有200名左右员工，总部华图教育网与华图网校业务上配置300名员工，专门的中后台IT信息基础支持人员达到50余人，移动技术方面拥有50多名人才作为支撑，上述的互联网化人才总数达到2000人。公司在**人才选拔要求及培训上采取优中选优模式**，要求所有教师至少是211或985高校本科以上学历。老师将经过试讲、跟班及最后正式走上讲台超过100天的模块训练，全科老师至少要经历三次跨科目培训，医学考试推广时有40多名临床医学硕士报名华图讲师。外部的变局对管理层的流动充满诱惑，但华图各分校主要负责人既有的管理规模与潜在增长仍然让人才对华图模式充满信心，扣除总部管理费用之前收入超2000万元的分校有6、7个，过亿元的分校有2个，比如广东分校校长，管理20多个分校及300余名员工，相当于管理了近亿元的企业，公司的管理规模对华图分校校长形成的成就感是不言而喻的。

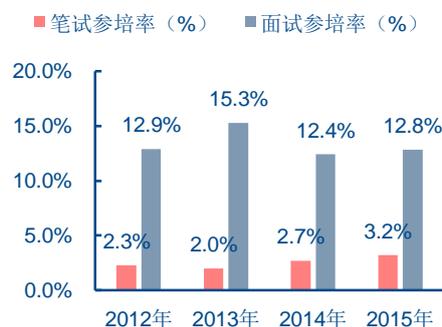
品牌优势方面。从市占率和参培率统计数据来看，华图在2010年的公职考培市场占有率为35%，而2015年这一数字上升到48%。减招后竞争更加激烈、学生参与培训的意愿也更强，公司是第一个获得中国职业教育实名商标的企业，受益于市场空间的扩展，市占率增长稳健。

图 3：2011-2015 年公职考试培训市占率



资料来源：华图教育公开路演 PPT，中信证券研究部

图 4：2012-2015 年国家公务员考试参培率



资料来源：华图教育公开路演 PPT，中信证券研究部

(三) 职业教育与 O2O 平台的结合

现在是互联网教育推行的最佳时机，而职业教育与 O2O 平台能够天然结合。从用户角度分析，华图的用户主要是大学生及其后续阶段寻求再培养的青年群体，这一群体手机使用频率非常高，公司通过数年研发，移动端产品上线后实现全包围及全覆盖体验。读者所购每一本华图教辅的知识点介绍旁均有二维码，线下扫描二维码即可获得线上录播课程，扫描题目即可获得题目讲解并同步推送题库同一模块题目加强训练。华图的 APP 包含社交互动功能，对同一道题疑惑或是看同一堂课的人都会形成一个社交圈。公司不断加强直播推广，直播下面同样具备社交属性，公司的录播、直播、题库及书本都可以形成良好的学习环境。

华图在线 APP 立足于学习计划模式，用户能够把全覆盖的 O2O 环境嵌入计划里面，笔试可以完全实现线上学习，面试通过平台搜索附近的培训点报名即可参加培训，这就是 O2O 与职业教育结合的天然性所在。

图 5：华图在线构建 O2O 平台，实现传统教育变革



资料来源：公司路演 PPT，中信证券研究部

线上线下的学习环境将给教育消费带来新的机遇。部分学员只进行线上消费，从公司今年的发展态势预计，全年 13.5 亿元收入目标中，预计纯线上收入将达到 1 亿元，纯线下收入 7.5 亿元，混合收入 6 亿元。纯线上消费的这类人群消费意愿与学习意愿将成为公司数据挖掘与跟踪的重点。公司既有经验显示，热衷职业教育并愿意消费的群体往往是“学霸”类别群体，这类群体爱好解惑、主动学习、积极互动、爱给图书纠错，这类群体将是公司重点保护对象，为华图的平台互动环节增添人气。公司在在线答疑方面也是下了很大力气，日常工作时间老师可以答疑，而在非工作时间，学霸群体对答疑互补优势就显得非常重要。华图

推行的 O2O 平台是对传统教育的一个很好补充，但公司一直坚信“两头在外”（学习效果、老师）的吸粉平台是危险的，若老师并不包含在平台中，平台产品无法形成标准的产品体系。公司的考试大纲和考试研发都是标准化体系，华图想做的是包含大量师资和检验的教学平台。这种模式将带来线下的良好口碑与及时反馈。从数据上来看公司平台培训完成率非常高，掌上华图半年下载量 300 万，日活跃用户 20 万，所有教育类软件中排名前 20。

（四）财务优势凸显及公司未来并购趋势

公司上半年净利润超过 1.5 亿元，同比增长 101%，位居上半年国内三板挂牌公司收入前五名。从财务维度看，公司的规模确实符合主板上市要求，公司是转板到主板市场还是继续深耕三板市场主要依赖于公司后期发展及市场机遇。公司传统的公职考培市场内生性增长并未到达行业天花板，未来产品拓展战略上最为重视教师招聘考试，教师招聘考试将会同公务员一样形成标准化的全国统考模式，市场潜力巨大。

公司将在今后继续推进并购与线上投资，实现外延式增长。市场经过一段时间之后，在线教育行业的估值已经出现了泡沫，公司在进行并购谈判时势必面临来自于标的资产其他投资者的压力，一些并购项目已获得其创始团队的同意但最终还是因为标的前期投资机构的障碍而搁浅。华图始终坚持并购真正优质标的的战略，并且相信并非所有的产品和服务，包含职业教育在内的，都能被互联网替代，这些行业也是公司目前积极布局的领域。上述的一切并购投资及拓展计划都是建立在能让华图更稳定发展的基础上。

（四）问答环节

Q1. 华图所要发力的教师招聘考试市场当前是否也面临该子领域的专门机构竞争？

华图的各项业务，每一项都面临相应领域竞争对手的竞争，公司相信每一个教育细分市场必须要有对手机构才能把这个子行业烘托起来。

Q2. 华图当前在教师培训子领域所占份额是否领先？

教师岗后培训当前做的最大的是继教网，而在岗前培训领域虽然也有一部分竞争对手机构，但华图份额最大，公司在教师培训这个子领域预计 2015 年收入将超过 1 亿元，因此公司算是该行业的龙头企业。各个教育细分行业都有“蚂蚁”和“大象”，公务员培训的大象是华图与中公，而教育讲究平台的聚集效应，先发优势将形成较好的聚集效应从而更易于品牌建设。

北教传媒：出版和在线教育的深度融合

发言人：北教传媒跨学网乔帅

北教传媒前身为北教控股，是一家由北京出版集团控股 51% 的国有控股出版发行及在线教育公司。公司主攻 K12 教辅市场，连续五年蝉联全国教辅市场产品动销量第一。公司 2012 年与小雨共同出资成立北教小雨，公司控股 51%。北教小雨主营业务为少儿用工具书和课外读物的出版发行，2014 年收入 1.1 亿元，位列全国少儿读物的单品贡献率第一。公司 2014 年 11 月份正式挂牌新三板。

北教传媒近两年销售额和净利润稳步增长。一方面受益于公司的国有控股身份，另一方面原因是：大部分教辅公司通过直营/直销的方式拓展业务，通过学校领导进行全校征订；而北教传媒始终采取零售渠道，因此将政策变动的的影响降至了最低。

北教传媒在自身业务保持增长的同时，于 2014 年推出在线教育平台跨学网。北教传媒有 20 多年的教辅书业务经营积累，2014 年销售教辅图书 7000 万册，同全国各地区的新华书店保持良好的合作关系。跨学网有两块业务：To B 端是和学校合作的数字教学改造方案，

To C 端是学生视频课业务。两个月时间里已与 500 所学校建立合作关系。我们希望通过互联网化的转型，真正变革自身，与互联网相融合。同时，线上业务的发展有赖于多年来线下的传统积淀。《1+1 轻巧夺冠》是北教传媒的明星图书，累计销售上亿册。

跨学网对教辅业务的支撑。2015 年，由跨学网支撑，推出了《课堂直播》，这套书成为全国第一套与互联网结合的图书，在教辅市场引起巨大轰动。通过扫描扉页的二维码，可以把书装进移动端，通过微信进行在线测试、在线观看视频，而且每个试题旁边都配有二维码，扫描即可查看视频讲解。我们聘请学而思、新东方的优秀教师为我们录制视频，目前已累计制作 10 万个涵盖知识点、章节、试题的教学视频。基于此，公司教辅图书的销量持续攀升，预计配有《课堂直播》的图书 2016 年可达到 4000 万册的销售量。跨学网目前是公司的重点支柱，是公司整合了一支 5 年以上在线教育技术经验的团队推出的真正拥抱互联网的诚意之作。

跨学网目前形成了三大产品线协同发展的布局：

第一，“老师帮帮忙”App，基于教师的碎片化时间做跨地域辅导服务。目前 K12 领域的竞争非常激烈，K12 领域的教辅市场规模约为 2000~3000 亿元，但没有哪家公司的体量足够大。K12 领域已有的教辅类 APP 如作业帮、学霸君，采取的都是学生有问题拍照、通过数据搜索 OCR 识别、帮学生做作业的模式。我们的 App 则是学生有问题拍照、连线老师、老师通过语音解决问题的模式。老师答疑之后，学生可进行评价，同时系统会根据问题推送相关知识点的学习视频，学生可通过观看视频巩固学习，形成学习的闭环。

第二，跨学一对一，基于 PC 端的线上一对一辅导。一对一辅导平台相比传统线下辅导机构的优势在于，去除了机构这一中间环节，教师可以最大程度享有劳动带来的收益。我们的一对一平台重点解决的是地域问题，让学生在家、老师在家就可以完成辅导。线下辅导机构中，学生选择老师的成本非常高，而通过一对一平台，我们会帮助学生选择老师，挑选能满足其特定需求的老师，能够提高学生的学习效率。另外，公司有百万份备课资源供老师备课使用，同时，我们所有的教科书都电子化到题库里，题库中有千万道题目资源。学生产生问题的根源就是试卷和教辅书，而这些都是我们的内容资源，市面上现有的题库类产品其内容都是扫描我们的教辅图书，我们是真正有版权的高质量题库。同时，我们还有近 10 万节名师视频课程随时供学生观看学习，现在所谓的“翻转课堂”就是学生通过录像课提前学习，课上时间就成为答疑解惑的时间，我们的线上产品正好符合这个概念，视频课程覆盖了 K12 的所有知识点，老师提前发送给学生，学生利用课余时间学习观看，上课的时候老师进行答疑解惑、布置作业等。通过一对一的服务，学生与老师建立联系，老师可以随时通过我们的 APP 进行答疑解惑，老师还可以给学生布置个性化作业。

第三，跨学派，基于平板电脑端的移动学习平台。

图 6：跨学网三大产品



资料来源：公司路演 PPT，中信证券研究部

公司的四大优势：一，**强大的内容渠道优势**。通过全国各地代理进行地推来发展有效用户，同时在新华书店和 1 万多家校边书店进行宣传推广，积累了丰富的视频课程资源和试题资源。二，**经验丰富的师资管理和运营团队**。教务管理团队全程参与了好记星在线答疑项目的规划实施工作，对教师的招募培训、考核评级、薪酬绩效和日常管理具备丰富的经验，跨学答疑和辅导服务预计在 2014 年发展到 2 万名教师入驻。三，**实时答疑服务的技术优势**。目前跨学端团队成员主导开发了好记星的实时答疑服务。截止 2014 年底，好记星注册用户达到 70 万，注册教师近 7000 名。四，**多种变现模式**。首先，与教辅书合作，用户购买教辅书可享受我们一定数量的答疑服务；其次还有在线答疑辅导，还有硬件跨学派进行销售。

跨学网的经营目标：2015 年收入 500 万元；2016 年用户达到 600 万，收入力争达到 0.5 亿元；2017 年用户力争达到 1200 万，收入力争达到 1.5 亿元，实现净利润约 2500 万元。

问答环节：

Q1.如何调研 K12 学生的需求？教辅书的内容是自制还是外包？

公司经营 20 余年，拥有编辑人员 200 余名，教辅内容方面驾轻就熟。

Q2.K12 用户——中小学生的专注度比成人要弱，如何保证学习效果？如何保护自己的题库资源不被竞争对手抄袭？

在线下推广中我们发现下载我们的“老师帮帮忙”APP 更多的是家长，他们在辅导孩子功课时，遇到不会的题目可以通过我们的平台与孩子共同观看视频、共同学习。另外我们推出的硬件产品跨学派，能够限制学生上网，学生任何娱乐活动都需要家长输入密码。

题库被大量抄袭的情况实际上是所有教辅公司都面临的共同问题。学生提问的来源就是教辅书、老师布置的作业就是教辅书。目前的版权界定虽然不是很清晰，但还是有一些动作，广东一家 K12 公司已经有通过法律形式保护自己版权。未来我们可能会考虑这样做。但总体看，版权保护仍有较大困难，因为教辅书面向全国销售，其他公司通过扫描仪把题目变成电子版再做成数据库，不过这项工作需要大量的财力物力，因此能够实施这一举动的公司并不多。

我们的模式与题库不一样，**不只是看到题目答案这么简单，而是有视频讲解和一对一在线辅导**，虽然我们的产品和题库类产品的资源相似，但我们的模式更优，所以目前对我们影响不大。

Q3.在如此激烈的市场竞争环境下，公司的核心竞争力是什么？行业内竞争壁垒很高？华图的职业教育是 to C 的市场，而 K12 几乎是一个 to B 的市场，甚至还可能 to G，在这完全不一样的市场怎么做？

我们的竞争壁垒可以说是相当高的。我们认为 **K12 教育领域内容、渠道是关键**。内容方面我们有 20 余年的积累，很有优势；渠道方面，现存的众多在线教育公司只做 to C 模式，变现非常难，而我们是 to B+to C 的模式，用强渠道关系驱动用户购买消费，代理商覆盖全国各地，由代理商进行驱动，能够降低公司的代理成本，付费转换率也相对比较高。

Q4.To B、To C 的业务如何做大？

To G 业务需要长远的布局、大量的财力物力，目前福建网融在做的 101 控学派是这种模式，其设想是让老师、学生拿着 ipad 上课，这需要比较长的时间周期，如果做成功，市场是比较大的。我们目前是 ToB+To C 的模式，在校园合作方面是 To B 业务，在互联网产品端方面是代理商驱动 To C 模式。

凹凸教育：传统培训机构如何拥抱共享经济

发言人：凹凸教育创始人兼 CEO 张晋巍

（一）凹凸教育业务发展模式及现状

定位二三四线城市，凹凸迎来发展机遇。凹凸教育的共享经济模式于 2011 年初形成。以加盟为主，首先建立一个标准化的“中央厨房”，然后把品牌连同所运营产品通过加盟、联营的模式输出。目前，以班课为主的二三线城市中普遍存在教学场地和教师的闲置库存，公司将学校的闲置场地改造成一对一的学习中心，空闲时间较多的老师可以进行一对一个性化代课，实现资源优化配置。

二三四线城市的消费越来越强，消费需求大，消费渠道不足。目前高铁经济圈带动的二三四线城市的消费能力越来越强。例如，从影院院线看，一线城市的电影院线基本满座，二三线城市的院线消费同样旺盛，但消费渠道却不能像一线城市一样得到满足。如今二三线城市学校有诸多困境，凹凸教育在二三四线城市建立装修相对不错的空间后，配以标准化的个性化教育产品，与竞品拉开距离，提供创新类的服务，从而激活消费者的需求。

采取“激活休克鱼”、服务增值的模式，盘活二三线大机构，激活消费需求。“激活休克鱼”模式是指，以控股方式整合规模较大的 K12 大班类培训机构，开设个性化教育联营分公司，帮助其把处于鸡肋地位的个性化一对一业务做大做强，以达到利用其场地、资源盘活其经营的目的，同时也降低了凹凸的运营和营销成本，获得较高回报率。**服务增值模式**即通过在加盟客户业务流程的关键点设置利好性收费服务，扩大后端收入，服务类型包括后续的培训、产品、软装、装修。目前，公司直营、合资和联营的类似机构已经达到约 500 家，预计未来 10% 的增值服务比例将持续提高，服务类型将更加丰富，服务增值模式预计将成为公司较大的增长点。公司目前围绕京广线，在湖北、湖南、河南建立直营中心。之后，将逐步向地级市甚至县镇扩张，走“农村包围城市”的路线。

图 7：凹凸教育在二三线城市以独特的商业模式迎来发展机遇



资料来源：凹凸教育路演 PPT，中信证券研究部

（二）凹凸教育业务亮点—X 计划创新 O2O 业务模式

传统教育培训痛点：成本高，用户体验差。目前，一对一个性化教育行业成本非常高：（1）房价上涨，场地成本高企；（2）用户获取成本大；（3）组织成本高，需要大量人力资源促进现金流的回收。传统教育的用户体验很差，表现在：教学过程缺乏透明性；教学效果缺乏评估机制；行业同质化水平高；行业组织效率低下、扩张缓慢。

传统 O2O 模式痛点：安全隐患、效率低下、透明度不足、教学效果难测量等。教育 O2O 为行业带来变革，但仍面临诸多问题：(1) 安全问题。家庭作为一个生活空间，不具备教学的功能，教师上门的模式存在安全隐患，家长和老师彼此都存在信任盲区。(2) 效率问题。传统的 O2O 模式降低了成本但仍存在效率低下的问题。一位老师在培训机构每天可以辅导 8-10 个学生，但现在的 O2O 模式，因为路程较远，一天可能只能辅导 3 个学生。(3) 透明性问题。教学过程缺透明性较低，缺少教学反馈机制。(4) 教学效果问题。没有衡量教学效果的机制，用户的试错成本很高。

凹凸教育创新 O2O 业务模式，解决线下培训和传统 O2O 痛点，实现三赢。针对传统教育行业问题，凹凸教育转型创新模式：**(1) 以共享经济的方式建立创新性的社区学习中心。**公司将社区的闲置房产改造成就近的社区学习空间。**(2) 基于 LBS 定位的智能师生匹配。**根据学生的年纪、性格、所需辅导科目等要素，助其选择就近的优质教师资源。**(3) 打通教学到测评的整个学习环节，**教师备课、组织作业都在线上完成，学生可参加线下、线上测试，因此公司平台积累了大量数据，家长能够方便地从测试的大数据中得到精确、透明的有关学习效果的反馈。**(4) 遍布全国的教研基地。**教师的成长需要团队环境和教育教研氛围，公司在众多二三线城市拥有自己的教研基地，为教师提供相互学习、共同提升的平台。通过教师的教研水平提升，促进教学效果的提升。**创新业务模式实现消费者、教师和公司的三赢。**家长在公司平台上与老师建立连接，在公司体验中心进行第一次大课体验，解决信任问题；之后，教师可选择就近的学习中心授课，免于长途奔波，提升授课效率；公司则通过收取教师平台端 20%管理费作为收入。

作为一家以传统个性化教育全国扩张的传统培训教育机构，凹凸借势互联网打通线上线下产业链，以教育 O2O 的模式走上转型升级之路，其后续发展值得持续关注。

图 8：凹凸教育开发出创新的教育 O2O 模式



资料来源：公司路演 PPT，中信证券研究部

(四) 问答环节

Q1.如何面对全国性的平台往下走？线下的加盟商怎么管理？

对于全国性的平台，往二三线城市走的主要途径就是先入为主，在当地树立一定的口碑，形成品牌效应，以应对后续的竞争。加盟商的管控总会有漏洞和问题。加盟商的管理、运营、课程的输出和输入，全部要在公司的平台上、系统上完成。通过系统化的管理，才能发展壮大。

附录：

表 1：新三板教育行业公司估值表

行业	公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	收入 (百万元)		净利润 (百万元)		PS		PE	
					2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014
学前教育	亿童文教	430223.OC	32.1	33.80	253.24	313.24	44.53	86.70	12.7	10.3	72	37
	嘉达早教	430518.OC	5.6	8.12	299.49	314.56	37.04	35.23	1.9	1.8	15	16
	仙剑文化	831643.OC	0.4	1.00	31.65	36.77	4.36	4.38	1.2	1.0	9	9
	书网教育	831217.OC	N/A	N/A	12.08	13.75	2.44	1.68	N/A	N/A	N/A	N/A
	爱乐祺	831797.OC	N/A	N/A	8.58	12.31	1.16	0.31	N/A	N/A	N/A	N/A
	平均			12.7					5.3	4.4	32.0	20.6
K12教育	中教股份	430176.OC	12.4	20.50	83.68	145.44	19.52	50.13	14.8	8.5	63	25
	颂大教育	430244.OC	9.7	21.13	25.56	65.33	5.89	16.48	38.0	14.9	165	59
	北教传媒	831299.OC	N/A	N/A	220.90	263.09	4.98	14.26	N/A	N/A	N/A	N/A
	分豆教育	831850.OC	23.6	47.29	5.68	28.98	1.22	7.35	416.2	81.6	1931	322
	金硕信息	430297.OC	1.6	4.00	62.12	46.35	7.31	5.52	2.5	3.4	21	28
	星立方	430375.OC	3.4	7.17	15.72	30.32	1.00	4.02	21.5	11.1	340	84
	能龙教育	831529.OC	N/A	N/A	34.13	50.67	1.24	2.31	N/A	N/A	N/A	N/A
	安之文化	831632.OC	N/A	N/A	16.19	20.62	2.92	2.13	N/A	N/A	N/A	N/A
	昊福文化	430702.OC	1.1	4.22	30.23	39.87	0.73	1.71	3.6	2.7	148	63
	威科姆	831601.OC	15.4	15.78	306.60	318.20	15.42	1.30	5.0	4.8	100	1184
	必由学	831341.OC	N/A	N/A	2.85	5.84	-0.61	-0.57	N/A	N/A	N/A	N/A
	佳一教育	833142.OC	N/A	N/A	34.07	45.70	6.76	10.17	N/A	N/A	N/A	N/A
	博冠科技	833108.OC	N/A	N/A	5.02	7.19	0.37	0.59	N/A	N/A	N/A	N/A
	赢鼎科技	833173.OC	N/A	N/A	15.33	17.05	0.13	0.30	N/A	N/A	N/A	N/A
	中教产业	833110.OC	N/A	N/A	31.07	49.81	0.06	1.26	N/A	N/A	N/A	N/A
	远大股份	430511.OC	2.4	5.01	69.34	60.02	19.03	5.39	3.5	4.0	13	45
	领航传媒	833242.OC	N/A	N/A	117.83	131.55	9.09	7.89	N/A	N/A	N/A	N/A
	顺治科技	833060.OC	N/A	N/A	15.48	16.78	1.04	1.91	N/A	N/A	N/A	N/A
	平均			8.7					63.1	16.4	347.5	226.2
职业教育	华图教育	830858.OC	60.9	99.00	984.38	1155.43	120.43	106.28	6.2	5.3	51	57
	行动教育	831891.OC	8.1	25.80	240.41	215.41	10.42	23.53	3.4	3.7	77	34
	朗顿教育	831505.OC	N/A	N/A	31.72	45.92	14.91	21.48	N/A	N/A	N/A	N/A
	星科智能	430545.OC	6.5	18.00	84.03	100.86	10.24	11.17	7.7	6.4	63	58
	奥派股份	830794.OC	2.1	9.50	20.25	28.10	3.08	8.16	10.2	7.3	67	25
	联合永道	430664.OC	2.6	7.00	42.46	65.11	2.02	6.83	6.1	4.0	128	38
	和君商学	831930.OC	N/A	N/A	11.51	30.56	1.98	6.38	N/A	N/A	N/A	N/A
	华博教育	831308.OC	3.1	16.93	10.74	15.46	0.63	5.93	29.0	20.2	494	53
	爱迪科森	430086.OC	0.9	4.50	45.44	52.07	5.90	3.46	2.0	1.7	15	26
	圣才教育	831611.OC	N/A	N/A	9.35	9.44	0.02	0.65	N/A	N/A	N/A	N/A
	新为股份	832142.OC	N/A	N/A	16.08	17.23	4.01	1.17	N/A	N/A	N/A	N/A
	景格科技	430638.OC	0.2	1.78	81.31	106.88	17.26	21.22	0.3	0.2	1	1
	盛景网联	833010.OC	N/A	N/A	182.34	223.44	48.91	73.70	N/A	N/A	N/A	N/A
	建筑科技	830868.OC	N/A	N/A	6.15	11.22	0.56	0.36	N/A	N/A	N/A	N/A
	行动者	833312.OC	N/A	N/A	4.69	4.34	-0.05	0.15	N/A	N/A	N/A	N/A
	起航股份	833380.OC	N/A	N/A	115.05	119.49	12.69	13.11	N/A	N/A	N/A	N/A
平均			10.5					8.1	6.1	112.1	36.5	
其他	学府信息	831525.OC	N/A	N/A	6.47	7.11	4.40	0.60	N/A	N/A	N/A	N/A
	斯福泰克	430052.OC	0.1	0.85	20.44	7.29	-0.81	-4.66	0.5	1.4	N/A	N/A
	金山顶尖	430064.OC	1.6	3.15	370.12	212.04	14.02	-14.64	0.4	0.7	11	N/A
	奥尔斯	430248.OC	0.1	1.00	14.27	14.71	-2.10	-2.86	0.7	0.7	N/A	N/A
	万里智能	430729.OC	0.2	0.79	19.22	8.66	2.26	-2.56	0.8	1.8	7	N/A
	蓝贝股份	832730.OC	N/A	N/A	122.81	156.13	2.04	4.42	N/A	N/A	N/A	N/A
平均			0.5					0.6	1.1	9.0	N/A	
平均			8.4					26	9	181	114	

资料来源：Wind、中信证券研究部整理

注：（1）股价为 2015 年 9 月 16 日收盘价；（2）同行业内公司排序按照 2014 年净利润规模



表 2: A 股教育行业公司估值表

W	公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	收入 (百万元)		净利润(百万元)		PS		PE	
					2014	2014	2015E	2016E	2014	2014	2015	2016
学前教育	森马服饰	002563.SZ	287	21.4	8,147.1	1,092.3	1,419.1	1,731.8	3.5	26	21	17
	威创股份	002308.SZ	124	14.81	803.0	105.2	139.6	148.8	15.4	118	N/A	N/A
	平均		205						9	72	21	17
K12 教育	凤凰传媒	601928.SH	332	13.04	9,618.2	1,205.4	1,437.6	1,704.7	3.5	28	23	19
	中南传媒	601098.SH	372	20.74	9,038.8	1,468.8	1,844.4	2,292.6	4.1	25	20	16
	新南洋	600661.SH	54	20.78	1,165.6	63.1	92.6	145.9	4.6	85	61	39
	全通教育	300359.SZ	136	63.61	192.6	44.9	116.6	224.4	70.6	303	117	61
	科大讯飞	002230.SZ	339	26.36	1,775.2	379.4	552.6	804.8	19.1	89	62	43
	拓维信息	002261.SZ	100	22.62	657.9	56.3	272.4	329.3	15.2	178	37	30
	平均		222						20	118	53	35
职业教育	洪涛股份	002325.SZ	182	18.14	3,392.6	295.4	346.5	409.1	5.4	61	55	47
	世纪鼎利	300050.SZ	44	17.46	447.1	43.9	130.0	175.0	9.7	99	33	25
	国脉科技	002093.SZ	90	10.4	460.3	54.6	78.0	145.0	19.5	165	115	62
	平均		105						12	109	68	45
教育信息化	方直科技	300235.SZ	28	17.78	82.8	22.5	24.0	28.0	34.0	125	117	101
	新开普	300248.SZ	51	17.88	315.4	37.8	49.0	71.4	16.2	135	104	72
	天喻信息	300205.SZ	59	13.64	1,354.7	58.6	90.2	151.9	4.3	100	65	40
	平均		46						18	120	95	71
综合	立思辰	300010.SZ	177	25.88	847.0	100.4	156.3	228.7	20.9	177	113	77
	中国高科	300011.SZ	200	38	795.7	174.7	366.9	492.5	25.1	114	54	41
	中泰桥梁	300012.SZ	57	14.86	926.0	146.1	163.0	220.0	6.1	39	35	26
	凯美特气	002549.SZ	51	8.95	262.0	31.5	28.4	79.5	19.4	161	178	64
平均		121						18	123	95	52	
平均		149						16	113	71	46	

资料来源: Wind、中信证券研究部整理 注: (1) 股价为 2015 年 9 月 16 日收盘价

表 3: 美股和港股中国教育行业公司估值表

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收入(百万元)		净利润(百万元)		PS		PE	
			2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014
新东方	EDU.N	192.6	7,258.7	7,946.3	1374.8	1216.7	2.7	2.4	14	16
学大教育	XUE.N	20.4	2,211.9	2156.2	102.9	-63.9	0.9	0.9	20	N/A
好未来	XRS.N	158.3	2,000.6	2765.9	386.3	428.0	7.9	5.7	41	37
达内科技	TEDU.O	31.2	591.7	868.1	89.5	157.4	5.3	3.6	35	20
正保远程教育	DLN	28.5	454.8	619.5	86.5	149.2	6.3	4.6	33	19
网龙	0777.HK	72.1	889.2	967.9	6140.8	176.7	8.1	7.4	1	41
海外平均		83.8					5.2	4.1	24	27

资料来源: Wind、中信证券研究部整理 注 (1) 股价为 2015 年 9 月 16 日收盘价; (2) 单位均已换算为人民币

表 4: A 股上市公司并购一级市场教育公司的估值分析

收购公司	被收购资产	花费金额 (亿元)	收购比例 (%)	收购价格 (亿元)	承诺净利润(百万元)				PE				PS	
					2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017	2013	2014
全通教育 (300359.SZ)	广西慧谷	0.31	51%	0.61	8.75	11.38			7.0	5.4			N/A	2.1
	湖北音信	0.46	55%	0.84	6.38	8.94			7.2	5.1			N/A	N/A
	杭州思讯	0.53	72%	0.74	6.66				8.0				N/A	4.0
威创股份 (002308.SZ)	河北皇典	0.54	51%	1.05	4.90	6.12	7.04		11.0	8.8	7.6		N/A	N/A
	继教网	10.5	100%	10.50	68	85	106		15.4	12.4	9.9		4.3	4.5
拓维信息 (002261.SZ)	西安习悦	0.8	100%	0.80	5.8	7.6	10.5		13.8	10.5	7.6		17.1	6.1
	红纓教育	5.20	100%	5.20	33	43	53		15.8	12.1	9.8		15.0	4.8
	伴你成长	0.7	50%	1.40	3	10	13		46.7	14.0	10.8		N/A	N/A
拓维信息 (002261.SZ)	海云天	10.6	100%	10.60	53.9	71.7	90.1		19.7	14.8	11.8		8.0	7.4
	长征教育	7.24	100%	7.24	44	57.2	68.6		16.5	12.7	10.5		7.0	6.6
	龙星信息	0.57	49%	1.16	12.1	13.36			9.5	8.7			2.0	1.9
	诚长信息	0.29	40%	0.72	7.59	8.35			9.5	8.7			4.1	4.0
贵州前途	0.15	45%	0.34										3.3	N/A

收购公司	被收购资产	花费金额(亿元)	收购比例(%)	收购价格(亿元)	承诺净利润(百万元)				PE				PS	
					2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017	2013	2014
	天天向上	0.20	51%	0.40									N/A	N/A
	火溶信息	8.1	90%	9.00	60	78	97.5		15.0	11.5	9.2		172.7	N/A
洪涛股份	跨考教育	2.48	70%	3.54		24.5	32.2	42		14.4	11.0	8.4	N/A	2.4
世纪鼎利	智翔信息	6.25	100%	6.25	51.	58.0	70.43	76.3	12.1	10.8	8.9	8.2	4.1	3.2
	兰途科技	0.09	35%	0.25									N/A	N/A
	乐智科技	0.04	20%	0.20									N/A	N/A
新开普 (300248.SZ)	树维信息	1.99	100%	1.99		10	16.00			19.9	12.4		N/A	5.5
	迪科远望	3.2	100%	3.20		20	27			16.0	11.9		7.8	4.9
	校园司令	0.03	25%	0.12									N/A	N/A
	敏特昭阳	3.45	95%	3.63	30	33	46.2	47.5	12.1	11.0	7.9	7.6	15.7	6.6
立思辰 (300010.SZ)	从兴科技	0.54	30%	1.80	18	19.5	21		10.0	9.2	8.6		4.7	4.6
	乐易考	0.2	51%	0.39									N/A	N/A
	汇金科技	4	100%	4.00	36.	43.9	53.66	56.3	11.1	9.1	7.5	7.1	2.8	3.3
	虹思科技	0.15	51%	0.29									N/A	0.6
中国高科	过来人	0.45	N/A	N/A									N/A	N/A
凯美特气 (002549.SZ)	习习网络	3.5	100%	3.50		40	60	90		8.8	5.8	3.9	N/A	N/A
	松特高新	2	100%	2.00		40	60	90		5.0	3.3	2.2	N/A	N/A
平均		2.49							12	13	9	8	19	4

资料来源：Wind，中信证券研究部

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

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；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。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20% 以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20% 之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5% 之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10% 以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10% 以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10% 之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10% 以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：(i) 根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。(ii) 本报告涉及新三板挂牌企业亿童文教（430223）、威科姆（831601）、嘉达早教（430518），按照公司公告信息，上述企业的股票转让方式为做市转让，中信证券系其做市商。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的主要美国机构投资者“分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。