

出国考培的再研究，供需变化的新趋势

2024年11月14日

► **出国留学的历史复盘：**1) 1984 年中国开放自费留学，2000 年加入 WTO 后出国留学人数剧增，留学从过去的精英教育演变为大众化教育。2008 年金融危机后海外留学生政策大幅放开，迎来加速增长。2012 年开始逐步进入平稳增长阶段，2019 年出国留学人数达到 70 万，同比增长 6%。综合教育部、联合国教科文组织数据，2022 年我国留学生人数估计恢复到 2019 年的 90% 以上。2) 全球来看，中国是第一大留学生生源国，占比 15%。中国留学生主要流向发达国家，去往美国、英国、日本、澳大利亚、加拿大分别占比 28%/15%/10%/8%/7%，合计约占 7 成。

► **近期海外招生与国内需求变化：**1) 全球主要国家留学政策出现分化，美英澳加留学政策略有收紧，但我们认为总体影响有限。欧亚其他国家保持开放，韩国、日本留学政策边际更加积极，叠加安全性、性价比等优势，有望吸引更多留学生。2) 2006 年以来出国留学人群主力已经从研究生逐步下移到本科生、高中生，全球公共卫生事件后高年龄段留学率先恢复，2023 年小留学生快速回升，趋势有望持续。

► **留学考培与咨询市场：**1) **市场规模：**留学考培分为传统出国考试培训（雅思、托福、GRE 等）和国际课程培训（A-LEVEL、AP、IB 等）。我国每年各类出国考试考生约为 100-120 万人次，以 65% 参培率、1-2 万元 ARPU 测算，留学考培市场规模约 80-160 亿元。留学咨询方面，以每年 70 万留学生、60% 渗透率、2-3 万元 ARPU 测算，留学咨询市场规模约 80-130 亿元。趋势上看，留学低龄化有望从高课程单价、长授课周期等方面推动 ARPU 上涨。2) **竞争格局：**留学考培市场“一超多强”，新东方为龙头，第二梯队包括新航道、启德、环球雅思等，网点覆盖全国。留学咨询市场头部机构包括新东方前途出国在内的 5 家老牌机构，拥有丰富的院校资源和品牌优势。2020 年全球公共卫生事件促使行业洗牌，中小型机构遭受较大冲击，大型机构影响相对较小。我们测算，新东方市场份额有所提升，预计出国考培/出国咨询市场占有率达 20%/45%，竞争优势得到强化。

► **新东方：留学考培与咨询业务高度协同，竞争壁垒较高。**1) **留学考培：**新东方课程产品组合全面且丰富，能够满足高性价比到高端服务的不同层次需求。凭借强大的品牌效应和获客能力，新东方是行业里少数开设线下大班课机构，规模效应下考培课程单价低至 100 元/小时。每年寒暑假是考培业务的旺季，营收占比接近 60%。2) **留学咨询：**中介机构收入来源包括向学生收取的咨询费，以及向海外院校收取的返佣。行业来看，北美的咨询费一般 4 万元+，而英联邦大多仅 2 万元左右。然而，大多数英联邦国家都提供返佣，比例为一年学费的 10-20%，北美则较少返佣。综合来看，对中介机构而言，国别结构对 ARPU 影响不大。新东方的考培和咨询业务高度协同，流量相互转化，得以在偏同质化竞争的留学咨询行业中持续领先。咨询业务的淡旺季和海外院校录取时间有关，从确收角度看，第四季度收入占比最高。

► **投资建议：**出国留学逐步恢复，全球公共卫生事件促使行业出清，新东方作为行业龙头市占率提升，竞争优势得到加强。出国留学需求中长期持续存在，持续看好龙头新东方。

► **风险提示：**国际关系恶化，竞争加剧，教学口碑下滑。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价	经调整 EPS (元)			PE (倍)			评级
			FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2024A	FY2025E	FY2026E	
9901.HK	新东方-S	42.05	0.23	0.34	0.44	35	16	12	推荐
TAL.N	好未来	9.54	0.14	0.27	0.49	291	35	19	/

资料来源：彭博，民生证券研究院预测；注：股价为 2024 年 11 月 14 日收盘价；好未来数据采用彭博一致预期；新东方-S 股价为港元，好未来股价为美元；汇率为 1USD=7.78HKD



分析师 易永坚

执业证书：S0100523070002

邮箱：yiyongjian@mszq.com

分析师 徐熠雯

执业证书：S0100523100002

邮箱：xuyiwen@mszq.com

相关研究

1. 腾讯音乐 (TME) 24Q3 业绩点评：24Q3 业绩符合预期，关注 SVIP 带来的 ARPPU 提升-2024/11/13
2. 老虎证券 (TIGR) 24Q3 业绩点评：Q3 收入创历史新高，利润创 3 年内新高-2024/11/13
3. 海外周报：海外中国资产进入财报“高潮”，便宜才是硬道理-2024/11/10
4. 掘金优质中概系列：叮咚买菜 (DDL) 24Q3 业绩点评：经营数据环比向上，盈利能力再创新高-2024/11/07
5. 海外周报：正视美国大选和国内政策的多重博弈，便宜才是硬道理-2024/11/03

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目录

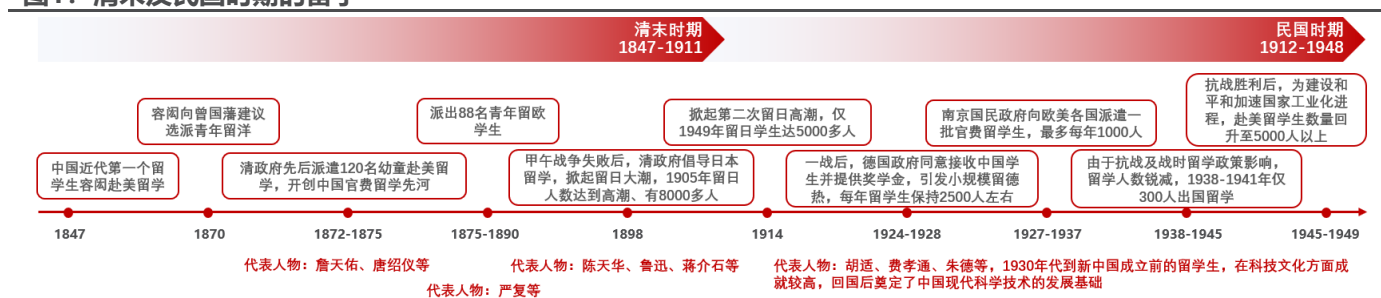
1 历史复盘：中国是全球最大的留学生输出国，2019 年留学生人数达到 70 万名	3
1.1 中国近代留学起源于清末，21 世纪以来留学人数高增	3
1.2 中国是全球最大的留学生输出国，近 5 成流向美英	5
2 近期变化：全球主要国家留学政策出现分化，2023 年低龄留学快速回升	7
2.1 美英澳加留学政策略有收紧，但预计影响有限	7
2.2 2021 年研究生留学率先恢复，2023 年低龄留学快速回升	11
3 留学考培与咨询市场：市场规模百亿级，新东方市占率超 20%	14
3.1 语言成绩和学业考试成绩是必备的申请材料，也是申请者最重视的准备项目	14
3.2 留学考培/留学咨询市场规模在百亿级，低龄化有望推动 ARPU 提升	17
3.3 全球公共卫生事件冲击大量中小机构，龙头新东方竞争优势加强，市占率提升	19
4 新东方：留学考培和咨询业务高度协同，竞争壁垒较高	24
4.1 留学考培：课程种类+班型丰富，可满足不同层次需求	24
4.2 留学咨询：品牌知名度高、获客能力强、院校资源丰富	26
5 投资建议	30
6 风险提示	31
插图目录	32
表格目录	32

1 历史复盘：中国是全球最大的留学生输出国，2019 年留学生人数达到 70 万名

1.1 中国近代留学起源于清末，21 世纪以来留学人数高增

中国近代留学起源于清末，初批留学群体涌现不少优秀人才。1847 年容闳赴美留学，后毕业于耶鲁大学、获得荣誉博士学位。1870 年容闳向曾国藩建议选派有志青年留洋，1872-1875 年，清政府先后派遣 120 名 12-14 岁幼童赴美留学、开创中国官费留学先河，这批学生中涌现不少优秀人才，包括詹天佑、唐绍仪、唐国安、蔡绍基等。1875 年李鸿章选派留学生赴欧洲留学，以兴建现代海军。甲午战争失败后，1898 年留学日本热潮兴起，这批留学生包括了陈天华、鲁迅、蒋介石、秋瑾、周恩来等。民国时期社会动荡，留学发展破浪起伏，但 1930 年代到新中国成立前的留学生，在科技文化方面成就较高，回国后奠定了中国现代科学技术的发展基础。

图1：清末及民国时期的留学



资料来源：中国全球化智库《中国留学发展报告 2012》，民生证券研究院

新中国成立初期，西方对中国实行全面封锁，中国只能向苏联和东欧等社会主义国家派遣留学生。1950-1965 年，经过教育部选派，共向苏联、东欧、朝鲜、古巴等 29 个国家派出留学生 10000 余人，其中向苏联派遣 8320 人、约占 78%。1966-1971 年，国家停止向外派遣留学人员，1972 年恢复，1972-1978 年国家共向 49 个国家派出 1977 名留学人员。

改革开放后公派留学逐步成体系。1978 年邓小平做出扩大派遣留学生的重要部署，年底改革开放后第一批国家公派访问学者赴美留学，此后派赴日本、英国、德国，但都需要通过政府间签订双边交流协定，并通过政府部门安排留学人员学习机构。1996 年起，国家公派留学选派机制全面改革，国家留学基金委员会成立，实行“个人申请，专家评审，公平竞争，择优录取，签约派出，违约赔偿”的新办法。

1984 年自费留学之门被打开，推动留学人数增长。1984 年 12 月国务院出台《关于自费出国留学的暂行规定》，公民个人凡通过正当合法手续取得外汇资助或国外奖学金，且办好入学许可者，均可自费留学。1986-1990 年自费出国学习

达 13 万余人。1992 年出台“支持留学、鼓励回国、来去自由”12 字方针，对出国留学、归国工作起到很大推动。1978-2000 年，约 34 万余人在 80 多个国家和地区留学。

图2：新中国及改革开放后的留学

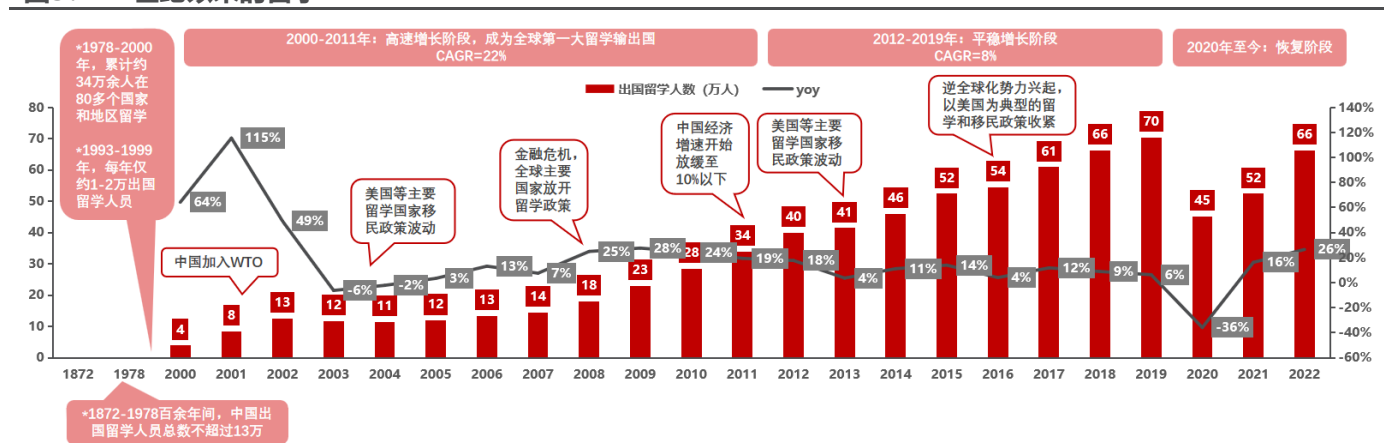


资料来源：中国全球化智库《中国留学发展报告 2012》，民生证券研究院

21 世纪以来留学人数剧增。以中国加入 WTO 为界，随着民众意识更加开放、国际接轨日益增多，叠加国内经济发展、人均收入提升、人民币升值以及有利的政策支持，2000 年以来留学人数剧增。1999 年出国留学学生数量 2 万余人，2000 年增至 3.9 万人，2011 年增至 34 万人，2000-2011 年留学人数年均增长 22%，并成为全球最大的留学生输出国，成为美国、加拿大、俄罗斯、日本等国家最大的生源国。与 21 世纪前不同，21 世纪以来，留学逐渐从过去的精英教育（知识精英+财富精英）演变为大众化教育，自费留学、工薪阶层留学人数大幅增长，非工科专业（商科、艺术等）比例增加，本科、小初高出国比例增加。

2012-2019 年，我国出国留学人数进入平稳增长阶段。2013 年美国等主要留学国家移民及签证政策波动，导致出国留学人数增速大幅放缓。2016 年，以美国为首的发达国家对全球化发展产生意见分歧，特朗普任美国总统后，美国留学与移民政策不断收紧，并限制中国学生在部分领域的交流学习，澳洲、加拿大、英国等国的留学和移民政策也随之出现波动。2019 年，我国出国留学学生总数 70 万人，同比增速降至 6%。

图3：21 世纪以来的留学



资料来源：中国全球化智库《中国留学发展报告 2012-2024》，民生证券研究院

2020 年受全球公共卫生事件影响，我国出国留学人数骤降，后逐步恢复，估计 2022 年已经恢复到 2019 年的 90% 以上。2020 年受全球公共卫生事件影响，

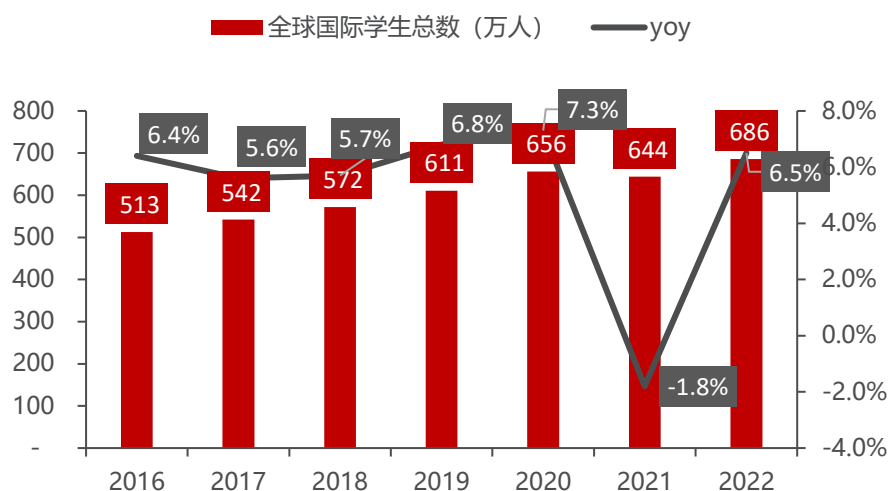
签证签发和国际通航均受限制，出国留学人数同比下降 36%至 45 万人，2021 年多个主流留学目的国恢复学生签证、允许入境并恢复线下授课，出国留学人数回升至 52 万人，同比增长 16%。2022 年出国留学人数进一步回升至 66 万，同比增长 26%，恢复到了 2019 年的 94%。

1.2 中国是全球最大的留学生输出国，近 5 成流向美英

全球留学生全景：

- 据联合国教科文组织,2022 年全球国际学生 686 万名,同比增长 6.5%,创历史新高,2016 年以来总体呈增长趋势。

图4：2016-2022 年全球国际学生总数



资料来源：联合国教科文组织，民生证券研究院

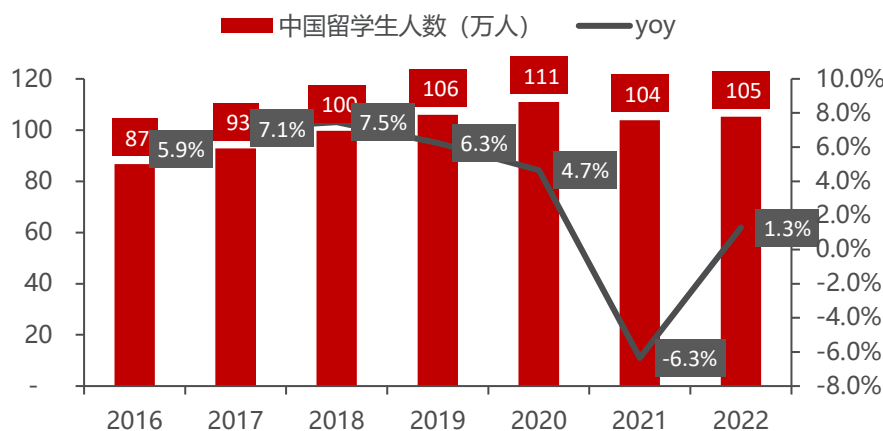
- 以中国和印度为代表的中等收入国家是主要的留学生来源国，经济发展迅速、但国内教育资源缺乏是选择出国留学的底层原因。2022 年中国留学生占全球留学生比重的 15%，印度学生占比 9%。
- 全球留学生主要流向发达国家或者经济发展较快的发展中国家。2022 年最受国际留学生欢迎的前十大国家依次是美国、英国、澳大利亚、德国、俄罗斯、加拿大、法国、土耳其、中国、日本，其中美国、英国分别接收全球 12%、10%的留学生。

图5：2022 年全球国际学生来源及目的国结构


资料来源：联合国教科文组织，民生证券研究院

中国留学生全景：

- 据联合国教科文组织，2022 年来自中国的国际学生数达到 105 万人，同比增长 1.3%，恢复到 2019 年的 99%。

图6：2016-2022 年中国留学生总数


资料来源：联合国教科文组织，民生证券研究院

- 2022 年接近 7 成的中国留学生流向美国、英国、日本、澳大利亚、加拿大这五大国家，依次占比 28%/15%/10%/8%/7%，美国、英国吸收 43% 的中国留学生。同时，中国也是美国、英国、日本、澳大利亚的第一大留学生生源国，是加拿大的第二大留学生生源国。
- 中国留学生“密度”较高的国家或地区包括中国澳门、中国香港、韩国、新西兰、马来西亚、日本、美国等，占当地留学生比重超过 30%。在中国澳门和中国香港，中国留学生占当地留学生的比重达到 96%、88%。

图7：2016-2022 年中国 TOP15 留学目的国家或地区情况

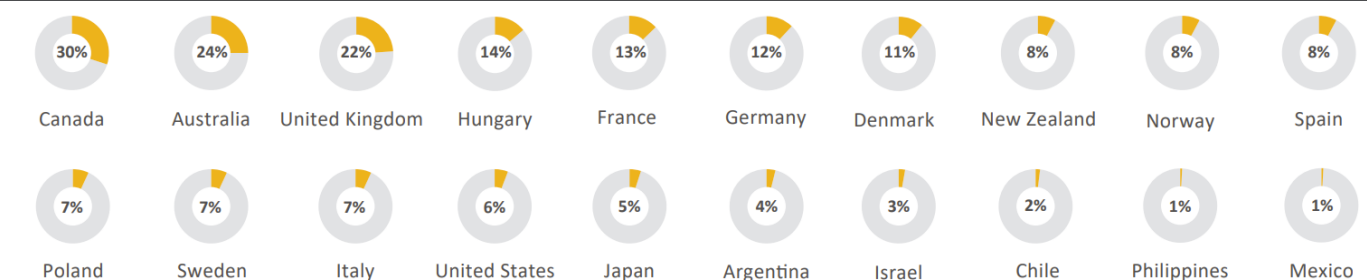
序号	目的国家或地区	留学人数（万人）	2016-2022年CAGR	中国留学生占当地留学生比重	排位
1	美国	29.54	-0.8%	36%	1
2	英国	15.46	9.6%	23%	1
3	日本	11.00	1.9%	38%	1
4	澳大利亚	8.79	-4.0%	24%	1
5	加拿大	7.30	3.1%	22%	2
6	韩国	6.01	7.7%	49%	1
7	中国香港	4.67	9.4%	88%	1
8	俄罗斯	4.08	25.0%	12%	3
9	马来西亚	3.87	23.5%	39%	1
10	德国	3.85	7.1%	10%	1
11	中国澳门	2.72	13.3%	96%	1
12	法国	2.33	-0.1%	9%	3
13	泰国	1.55	19.5%	19%	1
14	新西兰	1.05	-7.4%	41%	1
15	意大利	0.60	-13.0%	7%	2

资料来源：联合国教科文组织，日本文部科学省 JASSO，民生证券研究院

2 近期变化：全球主要国家留学政策出现分化，2023 年低龄留学快速回升

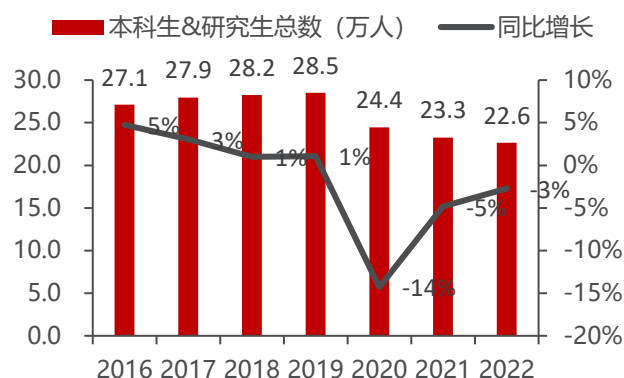
2.1 美英澳加留学政策略有收紧，但预计影响有限

国际留学生可以为当地带来经济效益，拉动消费、促进经济增长，同时吸引高质量优秀人才。这一特点在 2008 年金融危机之后尤其明显，2009 年全球主要国家均放开了留学政策，以刺激经济复苏。英国、澳大利亚、加拿大等国家将留学产业作为重要服务业来发展。据国际教育协会，2023 年加拿大、澳大利亚、英国高等教育阶段的国际学生比重分别达到 30%、24%、22%。根据英国高等教育政策研究所报告，2021/2022 学年的国际留学生共为英国经济带来了高达 419 亿英镑的收入，包括学费、生活成本开支、家人朋友探望花费等，对比而言，英国政府用于支持留学生的公共资金和医疗保健等成本支出仅为 44 亿英镑，净经济收益达到 374 亿英镑。

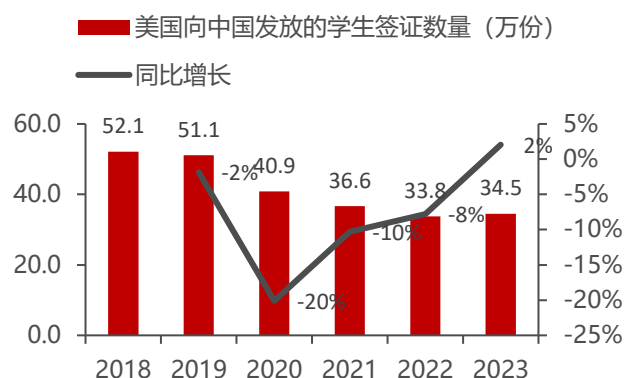
图8：2023 年国际学生比重 TOP20 国家（高等教育阶段）


资料来源：国际教育协会，民生证券研究院

2017-2020 年特朗普任美国总统期间，工作和移民政策明显收紧，2020 年对华留学政策收紧，此后拜登政府并未进行实质性“松绑”。2017 年时任美国总统特朗普签署政令，确立“买美国货，优先雇佣美国人”的原则，改革临时工作签证制度（H-1B）、收紧工签发放，并且减少合法移民数量。2020 年时任总统特朗普颁布 10043 号总统令，以国家安全为名，暂停和限制所谓与中国“军民融合发展战略机构”有关联的中国公民通过 F 或 J 签证进入美国进行研究生以上学位学习或从事科研。此后，拜登政府也并未将留学政策进行实质性松绑。这一政策主要影响的是部分敏感 STEM 专业的研究生和访问学者项目，大约占中国研究生申请者总量的 20%。根据美国国际教育协会（IIE）数据，2015-2019 学年，在美中国本科生+研究生总数保持增长趋势，从 2016 学年的 27.1 万人增长至 2019 学年的 28.5 万人，2020 年下降至 24.4 万人，到 2022 年降至 22.6 万人。然而，根据美国政府学生和交流访问学者信息系统（SEVIS）数据，2023 年美国对中国的留学生签证数量约 34 万份，同比恢复到 2% 的正增长。

图9：2016-2022 学年在美中国留学生人数


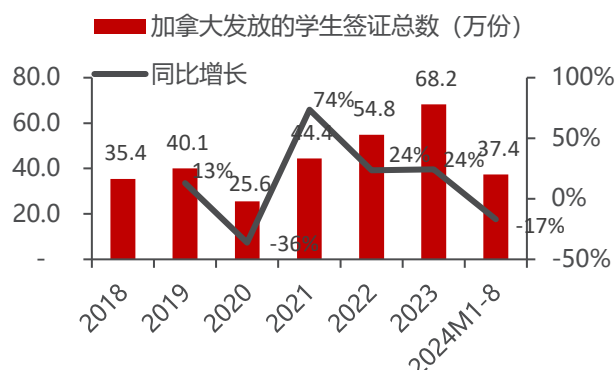
资料来源：美国国际教育协会，民生证券研究院

图10：2018-2023 年美国向中国发放的学生签证数量


资料来源：美国政府学生和交流访问学者信息系统，民生证券研究院

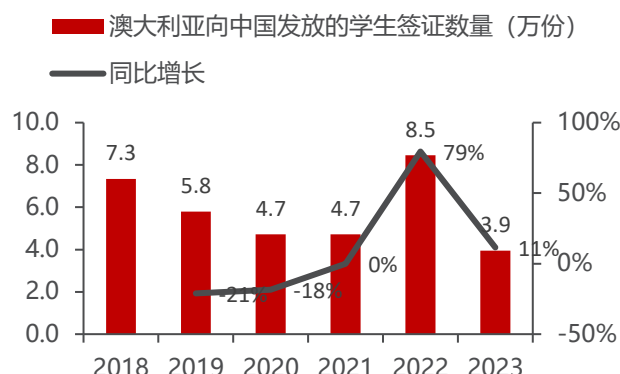
加拿大、澳大利亚在 2022、2023 年经历“大放水”之后也开始收紧留学，主要为应对本国的住房、医疗保健压力。2024 年年初，加拿大移民、难民和公民部（IRCC）宣布，将在两年内限制进入该国的外国学生人数，2024 年学签获批指标约 36 万份，同比减少 35%。根据 IRCC 数据，2023 年加拿大发放的学生签证数量达到 68 万份，创历史新高，已经连续 2 年 20% 以上增长，2024 年开始收缩，2024 年 1-8 月发放学生签证数 37 万份，同比下降 17%。澳大利亚方面，根据澳大利亚移民局数据，2022/23 学年澳大利亚对中国的学生签证数量创新高，达到 8.5 万（2022 年 7 月-2023 年 6 月），2023 年 7-12 月澳大利亚对中国学生签证数约 3.9 万，同比增长 11%。然而，澳大利亚政府自 2023 年下半年以来推出一系列收紧留学签证的措施，包括提高英语语言能力要求、提供更多存款证明等，并在 2024 年 5 月，宣布推出一项立法，控制国际学生入学规模。但我们预计两国留学生政策收紧影响有限，假设 2024 年澳大利亚、加拿大中国学生签证数量下降 10-20%，即 1.6-3.2 万份，估计对中国出国留学总人数的影响仅 1-3ppt。

图11：2018-2024 年加拿大发放的学生签证总数



资料来源：加拿大移民、难民和公民部，民生证券研究院

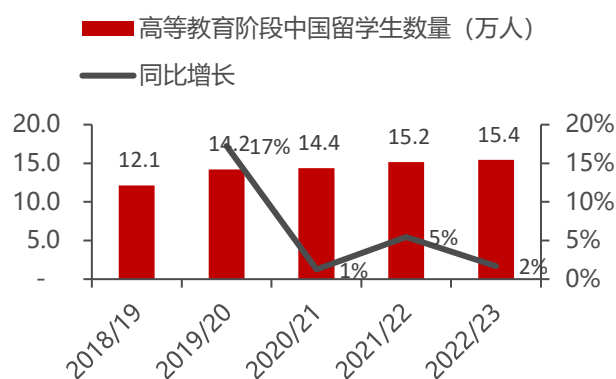
图12：2018-2023 澳大利亚向中国发放的学生签证数



资料来源：澳大利亚移民局，民生证券研究院；注：澳大利亚为学年数据，2023 年仅披露至半年度数据，即 2023M7-2023M12

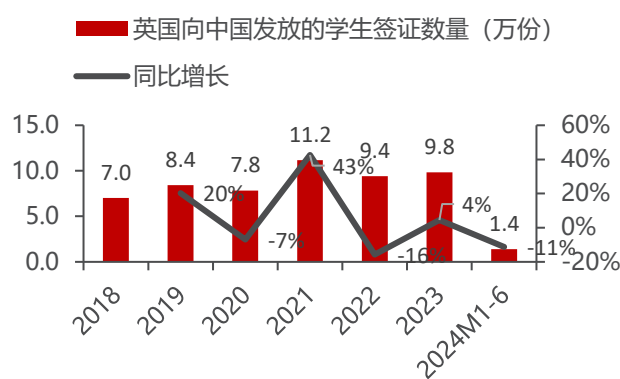
英国对留学生签证政策有所调整，但预计对中国学生影响不大。2023 年英国留学生政策有所收紧，包括限制家属陪读，以及对学生签证转工作签证的时间节点有所调整，主要为应对留学生及其家属的大量涌入增加的公共服务和住房市场压力。然而，英国的举措对印度留学生影响较大，但对中国留学生影响十分有限，因为中国学生陪读签证不足 1%。根据英国高等教育统计局 (HESA) 数据，2018-2022 年英国高等教育阶段的中国留学生数量保持增长，从 2018 学年的 12.1 万人增长至 2022 学年的 15.4 万人。从近期发放签证情况来看，根据英国内政部数据，2023 年英国向中国发放的学生签证总数为 9.8 万份，同比增长 4%，这里包含了高等教育和基础教育阶段学生；2024 年 1-6 月发签数量 1.4 万份，同比减少约 1700 份。但我们认为这一数据意义有限，因为发签集中在第三季度（2023 年全年发放 9.8 万份签证，Q3 发放 8.1 万份，占比 80%）。

图13：2018-2022 年在英中国留学生数量（高等教育）



资料来源：英国高等教育统计局，民生证券研究院

图14：2019-2024 年英国对中国发放的学生签证数



资料来源：英国内政部，民生证券研究院

欧亚其他国家的留学政策保持平稳与开放，其中韩国、日本对留学生态度变得更加积极。德国、法国、俄罗斯、马来西亚、泰国等国家留学政策仍然保持宽松，通过较低的学费、工作签证和就业支持等方式吸引人才。韩国、日本、中国香港近两年大力支持留学生流入。例如，2023 年日本前首相岸田日出 10 年内吸引全球

赴日的外国留学生 40 万人；韩国政府 2023 年宣布争取到 2027 年将外国留学生人数增至 30 万，以提升韩国高校竞争力并纾解生源压力。

表1：近两年欧洲、亚洲等主要国家或地区留学政策变化

国家或地区	变化基调	具体表现	可能原因
德国	保持宽松	1. 部分公立大学对国际学生依然免收学费，仅需支付少量的注册费 2. 鼓励留学生在毕业后留在德国就业，留学生可以申请工作签证或 EU 蓝卡，留在德国工作	引入国际学生，解决本国的部分劳动力短缺问题，特别是在工程和信息技术领域
法国	保持宽松	持续为国际学生提供餐食、住宿等激励措施	保持国际竞争力，吸引高素质人才的流入
日本	整体放宽	1. 通过优化留学环境、促进留学生就业等措施，吸引更多来自不同国家的留学生 2. 加大对留学生就业的支持力度，鼓励留学生毕业后留在日本工作或创业，特别是推动高技能人才的长期定居	1. 吸引高技能国际学生和人才，应对全球人才竞争，特别是在 IT 和科技领域 2. 缓解日本人口老龄化和少子化造成的劳动力短缺问题
韩国	整体放宽	1. 提升在韩国际留学生数量 2. 提供由地方政府主导的一条龙留学服务，从招生、培养到就业和定居，确保留学生能够顺利就业并在韩国定居	1. 提升高校国际竞争力、缓解生源压力 2. 填补劳动力空缺，推动经济复苏
俄罗斯	保持宽松	1. 继续通过多种奖学金计划与较低的学费吸引来自全球的留学生；部分课程提供英语授课以降低语言障碍 2. 提供工作签证和就业支持，帮助国际学生毕业后留在俄罗斯工作，鼓励高技能人才在俄定居	1. 增强国际竞争力，吸引高素质人才的流入 2. 增加俄罗斯高等教育体系和经济发展的动力，同时有助于缓解人口老龄化问题 3. 可能有助于缓解俄罗斯被孤立的局面
中国香港	整体放宽	1. 大学持续扩招，提供多种奖学金制度 2. 允许毕业后的学生申请留港工作签证，鼓励留学生在港就业和创业，持续推动人才引进计划	1. 应对面临来自其他亚洲和全球高等教育机构与移民方面的竞争，尤其是新加坡、日本、韩国等国家，解决人才流失与劳动力结构性的短缺问题 2. 与中国内地的联系日益紧密
中国澳门	保持宽松	1. 高校持续推出多种奖学金和资助政策 2. 为留学生提供较为宽松的工作签证政策，鼓励留学生在澳工作和创业，持续推动人才引进计划	1. 实现经济多元化，吸引高素质人才的流入 2. 持续缓解劳动力市场的压力。
马来西亚	保持宽松	1. 留学与工签审核保持宽松 2. 仅在签证过期上有所限制	提升国际竞争力，吸引高素质人才的流入
泰国	保持宽松	留学与工签审核保持宽松	提升国际竞争力，吸引高素质人才的流入
新西兰	仅工签略微收紧	1. 在留学生的毕业后工作签证的申请资格上有所收紧，且主要针对低技能工签	限制“低技能移民”的增加，有限保证本地人就业与高技能移民

资料来源：界面新闻，芥末留学，法国高等教育署，韩联社，中国教育在线，腾讯新闻，民生证券研究院

安全性、性价比等优势凸显，越来越多中国学生选择欧亚留学。2023 年以来美国、加拿大、英国、澳大利亚等热门国家针对国际学生的学费价格以每年 5-10% 的幅度快速上涨，2024 年开学后，估计伦敦、纽约、波士顿、洛杉矶、多伦多等核心城市一年学费+生活费升至 50-80 万元。另外，国际关系、地缘局势、内部治安等因素也在影响留学决策。中国香港、马来西亚、新加坡、日本、韩国、德国、意大利、法国等国家或地区得益于优质的教育资源、留学费用相对可负担、地理位置临近、文化属性相似等优势，正在吸引更多中国留学生。

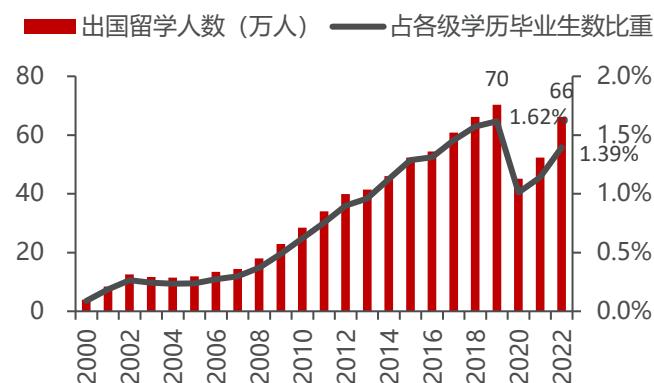
表2：2023 年热门留学目的地学费和生活费年开销（单位：人民币）

目的地	学费	生活费	目的地	学费	生活费
美国	25-45 万	8-15 万	荷兰	8-12 万	8-10 万
加拿大	10-30 万	5-10 万	瑞士	公立大学免费，生活费 10 万左右；酒店管理专业学费+生活费 30-60 万	
英国	10-30 万	伦敦地区 13 万，非伦敦地区 10 万	意大利	免学费（注册费 0.8-3 万），私立艺术类院校 12-20 万	8-10 万
澳大利亚	15-25 万	10-15 万	韩国	公立 2-3 万，私立 5-8 万	6-7 万
新西兰	10-20 万	7-10 万	日本	公立 3.5 万，私立 5-8 万	7-8 万
德国	公立大学免费（除巴符州 1500 欧/学期；慕尼黑工大 2000-6000 欧/学期），私立大学 10-13 万		新加坡	公立 10-15 万，私立 8-16 万	8-10 万
法国	公立大学免费（注册费 2-3 万），高等商学院 8-12 万；艺术类院校 8-15 万	6-10 万	中国香港	公立 14-18 万，私立 7-14 万	6-10 万

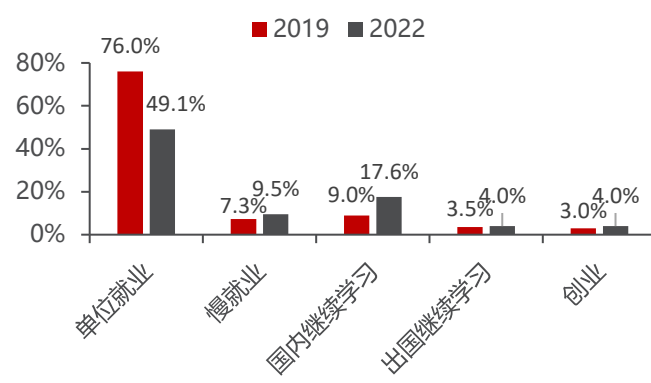
资料来源：启德留学，民生证券研究院

2.2 2021 年研究生留学率先恢复，2023 年低龄留学快速回升

留学生是小众群体，占每年各级学历毕业生总数的不到 2%。据教育部，2019 年我国出国留学人数 70 万人，如果按照同年各级学历毕业生总数为基数测算（包括普通小学、初中、普通高中、普通本科、研究生毕业生），占比仅 1.62%。据智联招聘，2022 年双一流院校毕业生中去向为出国继续学习的比例仅 4%。

图15：中国出国留学人数占毕业生群体数量


资料来源：ifind，民生证券研究院（注：各级学历毕业生包括普通小学、初中、普通高中、普通本科、研究生毕业生）

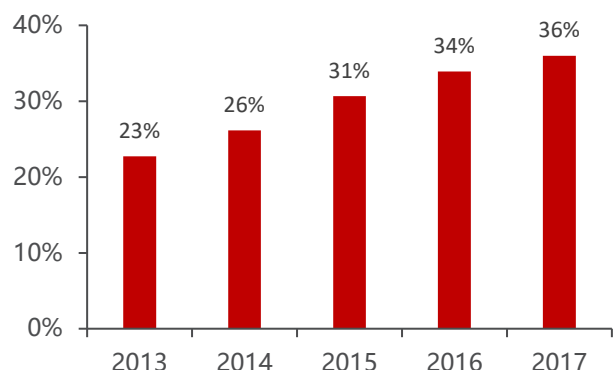
图16：双一流院校应届毕业生选择出国的比例


资料来源：智联招聘，民生证券研究院（注：应届毕业生口径包括了普通本科&硕博、大专）

目前出国留学前三大群体依次是研究生、本科生、高中生，2006 年以来本科及高中留学增长迅速。据教育部，2006 年我国出国留学人员中，研究生占比接近 80%，到 2016 年研究生占比已经降至 42%，本科生、“小留学生”（高中及以下）增长强劲。据美国国际教育协会，2014 年中国在美国留学的本科生人数首次超过研究生人数，2019 年本科生：研究生约 1.08:1。据社科院发布的《2019 年中国留学发展报告》，高中及以下低龄留学的学生已占出国留学学生总数的 35%，

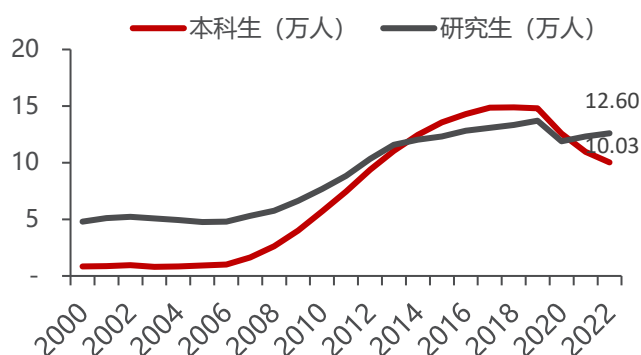
其中高中阶段占大多数，义务教育阶段占少数。

图17：2013-2017 年高中及以下留学生占比估计



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

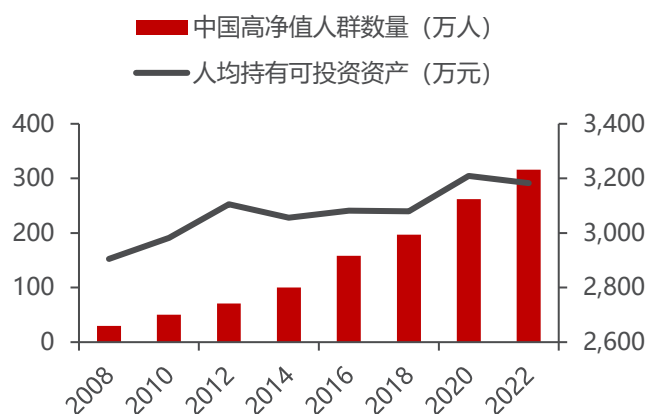
图18：2000-2022 年中国在美留学本科生/研究生数



资料来源：美国国际教育协会，民生证券研究院

低龄化背后的原因：1) 家庭经济条件许可。培养孩子在国外完成从中学到大学的学业，大概需要 300-400 万元。根据招商银行数据，2008 年-2022 年，我国高净值人群数量从 30 万人增长至 316 万人，人均持有可投资资产规模从 2905 万元增长至 3183 万元。根据胡润的调研，2023 年，85%的高净值人群有子女留学规划，本科留学占比 43%，初中占比较上年提升 3ppt 至 8%。同时，留学需求也在向普通家庭渗透，根据新东方的调研，2024 年意向留学家庭年收入水平 30 万元及以下的占比 41%。**2) 认可海外的教育方式。**海外的教育体系更注重孩子综合素质和能力培养，并且在外语能力方面，年龄小的孩子学习语言更有优势。**3) 国内竞争激烈。**国内优质教育资源比较稀缺，高考竞争十分激烈，全国“985”院校录取率不到 2%，而在国外上学更容易申请到全球顶尖大学。

图19：2008-2022 年中国高净值人群数量增长 10 倍



资料来源：ifind，招商银行，民生证券研究院

图20：2022 年全国各省市 985 大学录取率

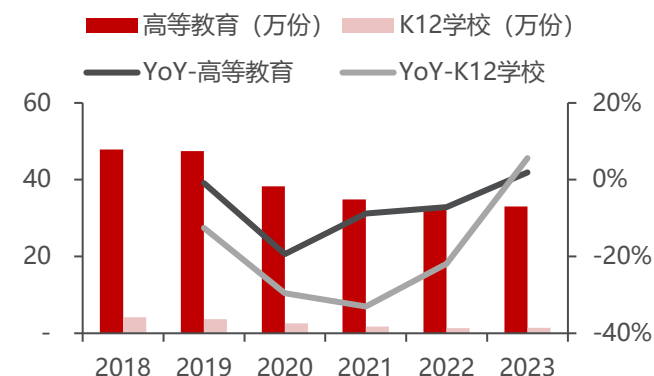
天津	5.81%	陕西	1.88%	甘肃	1.47%
上海	5.33%	浙江	1.87%	江苏	1.41%
北京	4.29%	海南	1.76%	云南	1.35%
吉林	3.56%	西藏	1.73%	广西	1.34%
青海	3.02%	湖南	1.71%	广东	1.32%
宁夏	2.31%	新疆	1.67%	陕西	1.30%
辽宁	2.30%	江西	1.55%	贵州	1.19%
湖北	2.14%	内蒙古	1.54%	河南	1.14%
重庆	2.13%	河北	1.48%	安徽	1.10%
福建	2.01%	山东	1.47%		
黑龙江	2.01%	四川	1.47%	全国平均	1.62%

资料来源：有道领世，民生证券研究院

2021 年研究生和本科生留学率先恢复，2023 年“小留学生”快速回升。从美国、英国、澳大利亚三大国家发放的学生签证数量看，2021 年面向中国研究生和本科生的签证数量率先恢复正增长，到 2023 年 K12 阶段的小留学生签证数量开始快速回升。2023 年美国、英国、澳大利亚对中国 K12 阶段学生签证发放数量

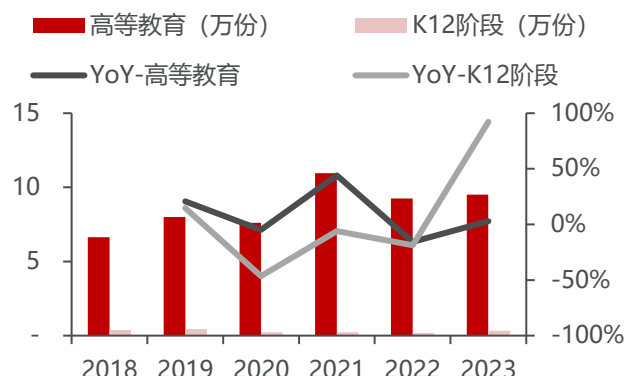
分别达到 1.43、0.34、0.31 万份，同比增长 6%、92%、341%，但均未回到 2019 年水平，预计恢复趋势有望持续。

图21：2018-2023 年美国对中国发放学生签证数量



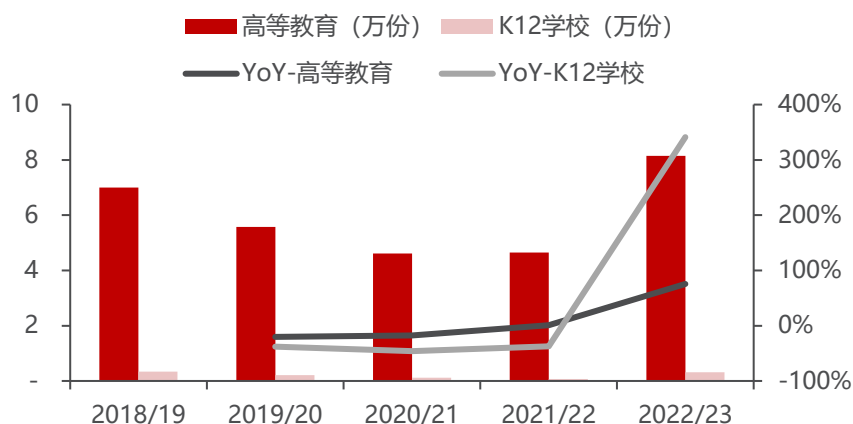
资料来源：美国政府学生和交流访问学者信息系统，民生证券研究院

图22：2018-2023 年英国对中国发放学生签证数量



资料来源：英国政府官网，民生证券研究院

图23：2018-2023 年澳大利亚对中国发放学生签证数量



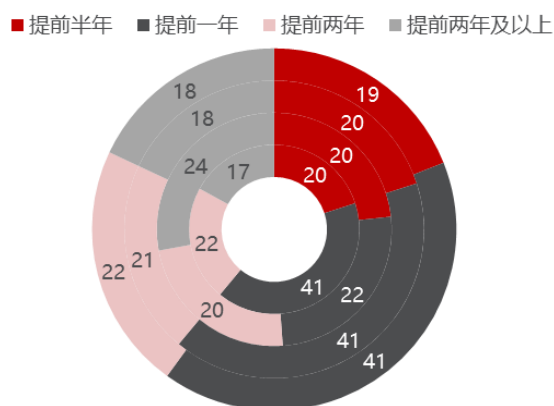
资料来源：澳大利亚政府官网，民生证券研究院

3 留学考培与咨询市场：市场规模百亿级，新东方市占率超 20%

3.1 语言成绩和学业考试成绩是必备的申请材料，也是申请者最重视的准备项目

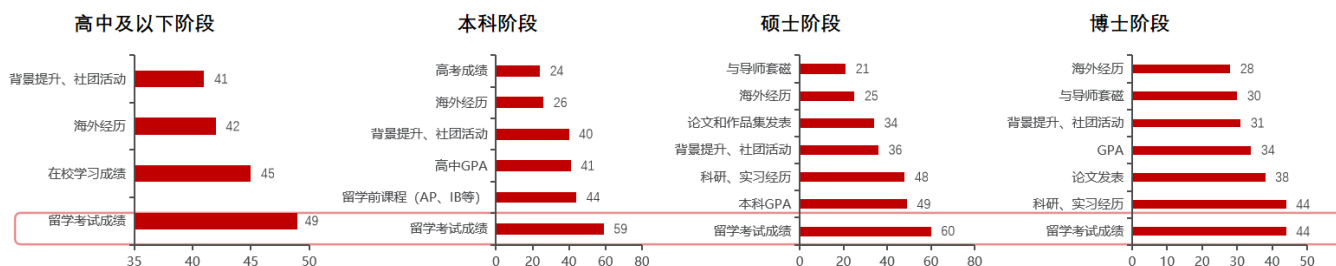
大部分学生的留学申请准备周期为 1 年及以上，不论哪个学段，留学考试成绩都是申请者最重视的项目。根据新东方的调研，大部分学生留学申请准备周期是 1 年，占比略超 40%，过去几年没有发生太大变动。另外有 40%左右的学生筹备时长是提前 2 年或 2 年以上，有 20%左右的学生筹备时长是提前半年。从准备的项目来看，无论是哪个学段的留学申请，留学考试成绩都是学生最重视的项目。

图24：2021-2024 年意向留学人群的留学申请准备周期（%）



资料来源：新东方 2024 年中国学生出国留学发展报告，民生证券研究院；注：内圈向外依次为 2021 年、2022 年、2023 年、2024 年

图25：2023 年申请不同阶段的意向留学人群认为需要重视的准备（%）



资料来源：新东方中国学生出国留学发展报告，民生证券研究院

学生的外语能力和学业考试成绩是海外院校录取的重要参考项。1) 语言考试：

针对英文能力考试，常见的包括雅思（IELTS）、托福（TOEFL）、培生学术英语考试（PTE Academic）、多邻国（Duolingo English Test），其中托福和雅思是

最主流的留学语言考试，针对其他小语种国家留学且申请非英语授课项目的，也需要准备相应的语言能力证明，例如德语语言考试（TestDaF）等。**2) 学业考试成绩：**针对不同的学术阶段，需要不同学业考试成绩作为参考。例如去海外读本科，优质院校通常要求学生提交 A-Level（主要英联邦）、AP（主要北美）或 IB（全球）成绩，美国大部分优秀院校要求提交 SAT 或 ACT 成绩；研究生阶段，通常需要准备 GRE 或 GMAT 成绩。目前，已经有较多主流留学国家或地区认可中国的高考成绩，并作为大学录取的重要参考，包括加拿大、澳大利亚、新西兰、德国、法国、中国香港、美国（30 所左右，部分是 US News 前 100）、英国（40 多所）。

表3：留学申请常见的标准化考试

类别	考试名称	考试内容	适用申请阶段	适用国家或地区	名校申请成绩要求
语言能力	TOEFL (托福)	阅读、听力、口语、写作 满分为 120 分	本硕博	英美加澳等英语使用国家、英语授课制项目	QS/US News 排名前 10 的学校要求 100-105; QS/US News 排名前 50 的学校要求 90-100; QS/US News 排名前 100 的学校要求 80-90
	TOEFL Junior (小托福)	标准版中包含听力、词汇语法、阅读，满分为 900 分	初高中	英语授课制项目	顶尖国际学校要求 800+
	IELTS (雅思)	阅读、听力、口语、写作 满分为 9 分	本硕博	英美加澳等英语使用国家、英语授课制项目	QS/US News 排名前 10 的学校要求 7.0-7.5; QS/US News 排名前 50 的学校要求 6.5-7.0; QS/US News 排名前 100 的学校要求 6.0-6.5
	PTE (培生学术英语考试)	阅读、听力、口语、写作 满分为 90 分	本硕博	澳洲、新西兰为主；部分其他国家的英语项目	QS/US News 排名前 10 的学校要求 72+; QS/US News 排名前 50 的学校要求 64-72; QS/US News 排名前 100 的学校要求 58-64
	Duolingo (多邻国)	阅读、听力、口语、写作 满分为 160 分	本硕	英美加澳等英语国家、英语授课制项目	QS/US News 排名前 10 的学校要求 120-130; QS/US News 排名前 50 的学校要求 110-120; QS/US News 排名前 100 的学校要求 100-110
	JLPT (日语能力测试)	语言知识、阅读、听力 分 N1-N5 五个等级，N1 为最高	本硕博	日本	N2 级别以上，最好 N1
	TestDaF (德国)	阅读、听力、口语、写作 满分为 20 分；分不合格、TDN3-TDN5 四个等级，TDN5 (16 分以上) 为最高	本硕博	德国、奥地利等德语使用国家	TDN4 以上
	DELF/DALF (法语水平考试)	阅读、听力、口语、写作 DELF 等级分为 A1、A2、B1、B2，DALF 等级分别 C1、C2；A1 为入门，C2 为最高	本硕博	法国、比利时等法语使用国家	B2 以上
	SSAT (中学入学考试)	语文、数学、阅读、写作，根据学生年级分为初级、中级和高级	小初高	美加私立学校	顶尖私立学校要求 85-95 百分位以上
	ISEE (独立学校入学考试)	语言、数学、阅读、写作，根据学生年级分为初级、低级、中级和高级	小初高	美加私立学校	顶尖私立学校要求 85-95 百分位以上
小学/中学入学	Ukiset (英国私立学校入学测试)	语言、数学、推理、写作 满分为 141 分	小初高	英国私立学校	顶尖私立学校要求 85-95 百分位以上

本科入学	SAT (学术能力评估测试)	数学、阅读写作 满分 1600	本科	美国为主，加拿大认可	QS/US News 排名前 10 的学校要求 1500+; QS/US News 排名前 50 的学校要求 1400-1500; QS/US News 排名前 100 的学校要求 1300-1400
	ACT (美国大学入学考试)	英语、数学、阅读、科学 满分 36 分	本科	美国为主，加拿大认可	QS/US News 排名前 10 的学校要求 33+; QS/US News 排名前 50 的学校要求 30-33; QS/US News 排名前 100 的学校要求 28-30
	A-level (Advanced Level)	数学、物理、化学、生物、经济学、地理、历史、英语文学等 每门科目成绩由高到低依次是 A*、A、B、C、D、E、U (不及格)	本科	英国、澳大利亚等英联邦国家	QS/US News 排名前 10 的学校要求 A*AA 以上; QS/US News 排名前 50 的学校要求 ABB-AAA 以上; QS/US News 排名前 100 的学校要求 BBC-ABB
	AP (美国大学先修课程)	AP 课程涵盖 38 门科目，分为 7 个主要领域，学生可以根据兴趣选择课程 等级分为 1-5 分，5 分为最优	本科	美国为主	作为标化成绩的补充，4 分和 5 分具有优势
	IB (国际文凭课程)	6 门学科课程+3 门核心课程 学科课程 (最高 42 分) + 核心课程 (最高 3 分) = 45 分	本科	英国、加拿大、澳大利亚、美国等欧美大学	QS/US News 排名前 10 的学校要求 38+; QS/US News 排名前 50 的学校要求 34-38; QS/US News 排名前 100 的学校要求 30-34
	EJU (日本留学考试)	日语、理科 (物理、化学、生物)、综合科目、数学 满分一般为 800 分	本科	日本	东京大学、京都大学等顶尖大学要求 700+; 九州大学、名古屋大学等中等偏上大学要求 650-700; 广岛大学、神户大学等中等大学要求 600-650
研究生入学	GRE (研究生入学考试)	语文、数学、分析写作，注重考生的学术思维、逻辑分析能力	硕博	英语授课制项目	QS/US News 排名前 10 的学校要求 325+; QS/US News 排名前 50 的学校要求 315-325; QS/US News 排名前 100 的学校要求 305-315
	GMAT (管理研究生入学考试)	分析性写作、综合推理、定量和语文部分，适用于商学院申请，考查商业与管理思维	MBA、硕博	英语授课制项目	QS/US News 排名前 10 的学校要求 700+; QS/US News 排名前 50 的学校要求 650-700; QS/US News 排名前 100 的学校要求 600-650

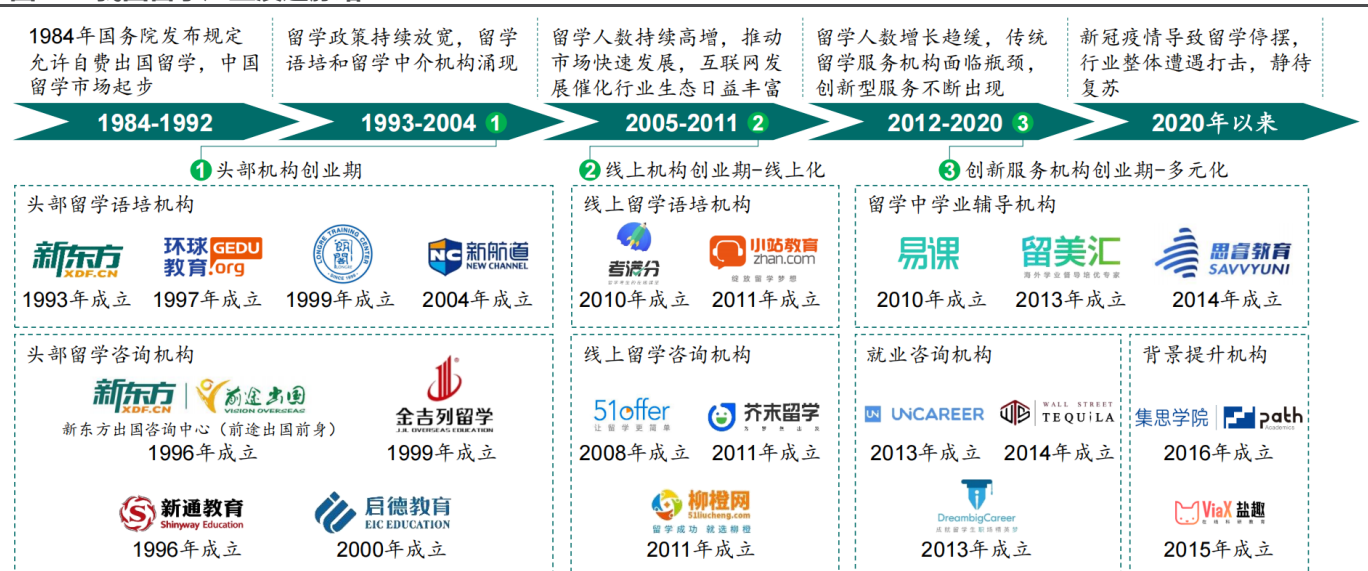
资料来源：周成刚《写给中国家庭的国际教育行动指南》，民生证券研究院

排名越高的院校要求更高的语言成绩和学业考试成绩。以美国研究生申请为例，通常而言，综合排名前 20 的院校要求托福 100 分以上，GMAT 720 分以上；综合排名前 50 的院校要求托福 100 分以上，GMAT 680-720 分。以美国本科申请为例，综合排名靠前的院校 SAT 一般需要达到 1500 分以上。但是，申请是否成功并不完全取决于考试分数，海外院校在招生录取上往往从多个角度考查申请人的综合能力，例如学习能力、专业知识、实践能力、交流能力、组织规划能力等，各类标准化考试的成绩只是衡量指标之一，另外还需要结合日常成绩（往往权重更高）、个人活动经历等综合考量。

3.2 留学考培/留学咨询市场规模在百亿级，低龄化有望推动 ARPU 提升

我国留学产业起步于 1990 年代，产业生态日益多元。1) 1993-2004 年头部机构随着留学市场发展纷纷创立，包括留学语培机构新东方（1993）、环球教育（1997）、朗阁（1999）、新航道（2004）等，以及留学咨询机构新东方前途出国（1996）、新通教育（1996）、金吉列留学（1999）、启德教育（2000）等。2) 2005-2011 年出现大批线上化留学服务机构，包括线上留学语培机构考满分（2010）、小站教育（2011）等，线上留学咨询机构 51offer（2008）、芥末留学（2011）等。3) 2012 年以来创新型服务不断涌现、驱动产业生态日益多元化，包括留学中学业辅导机构易课（2010）、留美汇（2013）等，留学就业咨询机构 UNICAREER（2013）等。

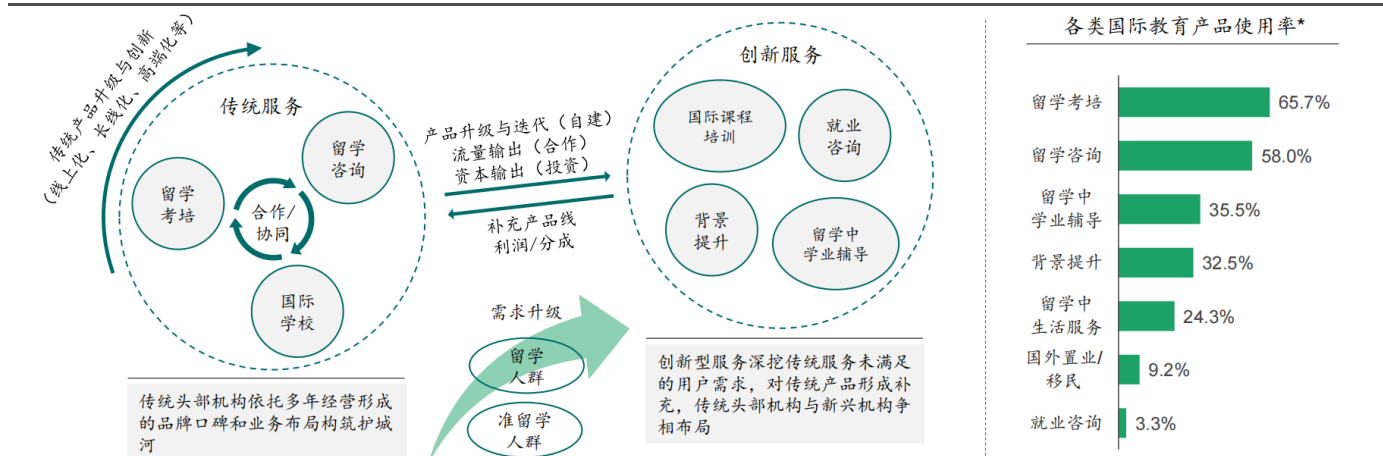
图26：我国留学产业演进脉络



资料来源：新东方战投，民生证券研究院

留学考培、留学咨询两大类产品的使用率分别达到 66%、58%，入口价值高。传统的留学服务主要包括考培、咨询、国际学校，近年来向线上化、长线化、高端化等维度升级创新，创新服务包括国际课程培训（A-Level、AP、IB 等课程培训）、就业咨询（提供职业规划、技能培训、笔面试辅导等）、背景提升（提供学术科研、国际竞赛、暑期学校等）、留学中学业辅导等。根据艾瑞咨询和新东方战投的统计，2020 年各类留学产品中，留学考培、留学咨询是最高频的两类产品，使用率分别达到 65.7%、58.0%，具有较高的入口价值。此外，目前留学中学业辅导等创新服务也已形成一定用户基础。

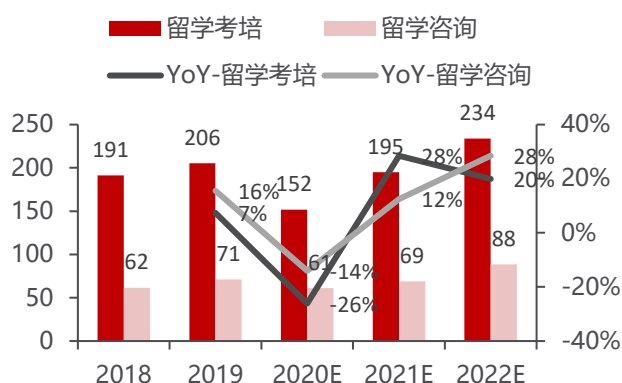
图27：我国留学产品发展现状



资料来源：新东方战投，民生证券研究院；注：各类国际教育产品使用率=购买过该类产品的客户数/参与调研的国际教育客户总数

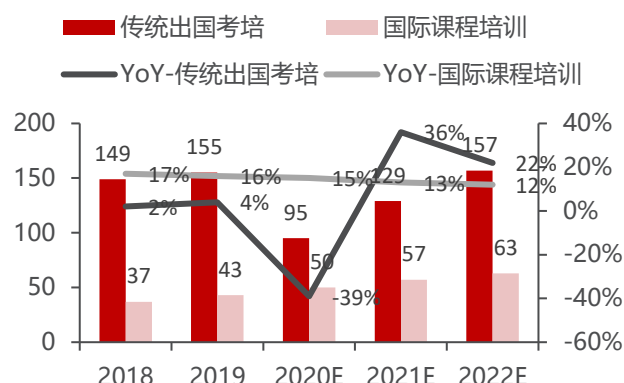
据艾瑞咨询和新东方战投测算，2019 年我国留学考培/留学咨询市场规模分别为 206/71 亿元，同比增长 7%/16%，传统留学服务市场在 2020 年全球公共卫生事件前已经进入平稳增长阶段，预计 2018-2022 年留学考培/留学咨询市场复合增速分别为 5%/9%。拆分留学考培市场，2019 年传统出国考试培训（雅思、托福、GRE 等考试培训）/国际课程培训（A-Level、AP、IB 等课程培训）市场规模分别为 155/43 亿元，同比增长 4%/16%，预计 2018-2022 年传统出国考试培训/国际课程培训市场复合增速分别为 1%/14%，国际课程培训由于较强的用户粘性、预计受全球公共卫生事件冲击较小。

图28：2018-2023 年国内留学考培和咨询市场规模



资料来源：艾瑞咨询 x 新东方战投，民生证券研究院

图29：2018-2023 年国内留学考培细分赛道市场规模



资料来源：艾瑞咨询 x 新东方战投，民生证券研究院

结合行业考试人次、产品使用率、客单价数据，我们估计留学考培、留学咨询市场规模分别约 80-160 亿元、80-130 亿元。1) 留学考培：根据各考试官网、中国教育在线数据，我国每年托福、雅思、GRE、GMAT、SAT、A-LEVEL、AP 等各类出国考试的考生合计约 100-120 万人次。据艾瑞咨询和新东方调研的产品使用率数据，我们假设留学考培渗透率约 65%。参考新东方、新通教育、启德教育的客单价数据，我们假设考培 ARPU 约 1-2 万元/年，则留学考培市场规模约 80-

160 亿元。2) **留学咨询**：根据教育部，2019 年我国出国留学人数 70 万人。据艾瑞咨询和新东方调研的产品使用率数据，我们假设留学咨询渗透率约 60%。参考市场行情，一般留学咨询 ARPU 约 2-3 万元/人（含返佣收入），则留学咨询市场规模约 80-130 亿元。

表4：主要留学考试中国考生人次

考试	每年中国考生人次
托福	约 30-40 万人次
雅思	约 30 万人次
GRE	6.8 万人次 (2019 年)
GMAT	5.1 万人次 (2019 年)
SAT	22 万人次 (2019 年，亚洲地区)
A-LEVEL	12 万人次
AP	5.4 万人次 (2021 年)
总计	约 100-120 万人次

资料来源：中国教育在线，ETS，GMAC，民生证券研究院

表5：我国留学考培、留学咨询市场规模测算

	人数	渗透率	客单价	市场规模
留学考培	120 万人次	65%	1-2 万元	80-160 亿元
留学咨询	70 万人	60%	2-3 万元	80-130 亿元

资料来源：民生证券研究院测算

留学低龄化有望推动客单价提升。考培支出来看，以低龄学生为需求主体的国际课程培训相对传统出国考试而言具有长线属性，客户粘性及 LTV 更高（课程单价更高、上课周期更长），例如 A-LEVEL 线下小组课市场价 400+元/小时，以 1-2 年为准备周期，而针对大学生的托福、雅思、GMAT、GRE 等考试培训线下小组课市场价 300+元/小时，一般准备周期 1-6 个月。**咨询支出来看**，低龄留学的中介费往往高于研究生留学，以美国为例，美硕申请的咨询费市场价 3-10 万元，而美本 5-15 万元。

3.3 全球公共卫生事件冲击大量中小机构，龙头新东方竞争优势加强，市占率提升

留学考培和咨询行业门槛较低，大型头部机构和大量小微机构同时存在。1) **留学考培市场呈现“新东方+老牌机构”的一超多强局面**，头部机构拥有品牌优势和广泛的线下布局，新东方国际教育的线下教学点数量约 200-300 家，其他规模较大的机构还包括新航道、启德、环球雅思、朗阁、新通，线下门店数量分别为 145、65、54、47、31 家。但由于行业门槛低、课程标准化程度高，市场也存在大量小微机构。2) **留学咨询市场的参与者主要是新东方前途出国、启德、新通、澳际、金吉列 5 家老牌机构**，这些头部机构拥有品牌优势和大量海外院校资源积累，但由于行业门槛低、客户需求个性化，市场存在大量个人工作室和提供差异化独特服

务的中小微公司。此外，柳橙网、51Offer、芥末留学等线上留学机构凭借低价、流程和价格透明等特点，占据一席之地。

表6：我国留学考培和留学咨询市场主要玩家和竞争格局

	留学考培	留学咨询
主要玩家	- 线下：新东方、环球教育、新航道、朗阁等 - 线上：新东方在线、沪江网校、小站教育、考满分（2017 年被好未来收购）等	- 传统机构：新东方前途出国、启德、新通、澳际、金吉列、啄木鸟教育（2017 年被朴新收购）、百利天下、美世教育等 - 线上平台：柳橙网、51offer、芥末留学、棕榈大道等
行业门槛	低，牌照易获得	低。1999 年为了整顿自费出国留学服务市场，教育部出台《自费出国留学中介服务管理规定》对自费出国留学中介进行资格证书认证，通过认证的留学中介在教育部抵押人民币 50 万—100 万作为备用金，一旦留学生利益受损时，保障其合法权益，按协议予以补偿。2014 年将前置审批改为后置审批，2017 年取消资质审批。
竞争格局	传统考培市场呈现出“新东方+老牌机构”的一超多强局面，但由于行业门槛较低、课程标准化程度高，存在大量小微机构	- 头部机构：老 5 家，新东方前途出国、启德教育、金吉列留学、新通留学、澳际留学，成立时间长，业务布局全面，已形成品牌优势，海外院校资源丰富，是市场的主要参与者； - 由于行业进入门槛低、客户需求高度个性化，市场上存在大量工作室以及在某些领域有独特优势的中小公司，通过差异化服务吸引客户，同时产业上下游机构也纵向扩张进入，2019 年留学中介数量超过 1,500 家； - 柳橙网、51Offer、芥末留学等线上留学机构的产品主打服务价格低廉、流程和价格透明、产品体验智能化等特点，并引入互联网行业的用户运营等手段，在行业中占据一席之地，但规模仍小于线下头部机构。
大机构	传统出国考培市场增长乏力，渴望新业务驱动新增长	市场增长趋缓，渴望新业务驱动新增长
痛点	市场局部呈本地化、碎片化特征（如国际课程培训）	大量中小机构参与竞争
中小机构	业务规模相对较小，自有客源相对有限	业务规模相对较小，自有客源相对有限
痛点	品牌知名度低	- 品牌知名度低 - 缺乏海外院校资源

资料来源：艾瑞咨询，新东方战投，民生证券研究院

表7：国内主要的留学考培与咨询机构

公司	新东方	新航道	启德	朗阁	新通	环球雅思	学为贵
创始人	俞敏洪	胡敏	李朱	刘常研	麻亚伟	张永琪	刘洪波
出生年份	1962 年	1964 年	1973 年	1973 年	1970 年左右	1968 年	1975 年
创始人背景	1985 年毕业于北京大学西语系并留校任教，1991 年从北大辞职，1993 年创办北京新东方学校	湘潭大学英语本科，上海师范大学硕士学位，曾任大学英语专业教授，留英学者，2004 年年初，辞去新东方总裁一职，于同年 10 月 16 日创办新航道	以广东省高考理科状元的身份进入清华大学建筑系，后获得澳洲政府全额奖学金赴塔斯马尼亚大学攻读建筑学硕士，归国后进入国家教委广州留学服务中心	大学毕业后，曾任职于交大昂立教育；1999 年 7 月，创办上海朗阁培训中心	浙江大学文学士、同济大学管理学硕士；1992 年 - 1996 年，浙江省教育厅外事处国际交流项目官员；1996 年，创办新通国际	毕业于湖南长沙学院，后于广东省珠海市劳动局工作；1994 ~ 2001 年，担任美国霍尼韦尔代理公司北京经理；2001 年，创立环球雅思连锁学校任总校长	本科毕业于华北电力大学管理专业，后到悉尼大学攻读市场营销和信息系统管理硕士，回国后到英语培训机构当老师，2012 年创办了自己的英语培训机构“贵学教育”
成立时间	1993 年	2004 年	2000 年	1999 年	1996 年	2001 年	2012 年
融资历程	2006 年在美国纽交所上市，成为中国首家在美	2006 年获得 IDG、KAPLAN 战略投资，2016	2006、2009 年环球雅思、新东方相继试图收购启德，	无公开的融资信息	2016 年 A 股上市公司保龄宝拟以 16.6 亿元收	2006 年获得软银赛富 2500 万美金投资，2008	2016 年 4 月获得朗玛峰创投数百万美元融资

上市的教育培训机构；2020年在港交所主板挂牌上市，成为中国首家在港二次上市的教育公司

年获得 IDG 战略投资

2010 年试图赴港上市，2011 年获英联资本 5000 万美金投资，2013 年 CVC 以 3.4 亿元收购启德，2014 年二战港股 IPO 失败，2016 年某财团 32 亿收购 CVC 手中 75% 股份，2016-2017 年 A 股上市公司神州数码 46.5 亿元收购启德，2018 年收购案被否

购新通国际，后宣布终止

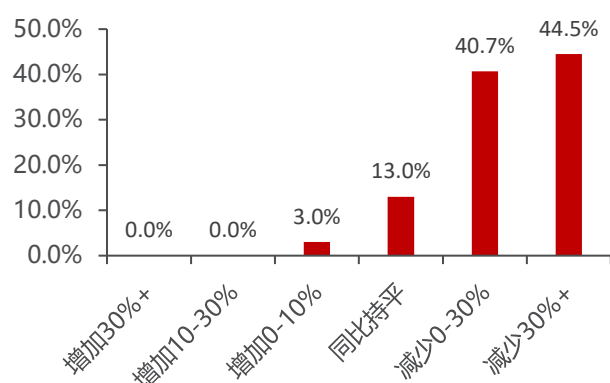
年 11 月追加 500 万美金；2010 年 10 月在美国成功上市；2011 年 11 月被培生集团以约 2.94 亿美元收购全部流通股，成为培生的全资间接子公司；2016 年被培生集团以 8000 万美元出售给朴新教育

提供服务	考培+咨询	考培+咨询	考培+咨询	考培+咨询	考培+咨询	主要考培	考培+咨询
考培产品	全品类	全品类	全品类	全品类	全品类	全品类	全品类
网点分布	47 城	45 城	41 城	近 30 城	23 城	16 城（直营）	22 城
线下门店数	200-300 间 (出国相关)	145 间	65 间	47 间	31 间	54（直营） +135（加盟）	38 间

资料来源：各公司官网，民生证券研究院

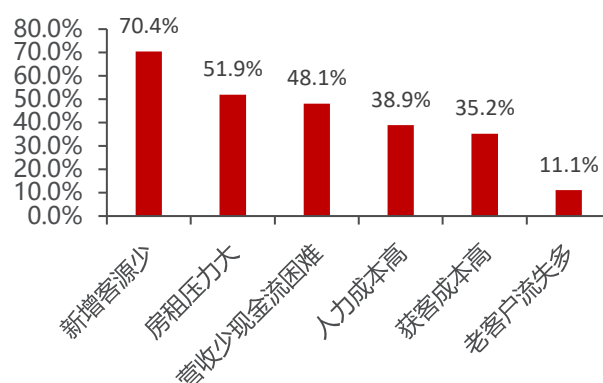
2020 年全球公共卫生事件促使行业洗牌，中小型机构受冲击最大，大型机构影响相对较小。根据教培校长参考《2020 上半年留学机构生存发展调查》，2020 年 7 月就已经有高达 44% 的留学机构处于勉强维持经营的状态，其中 2% 濒临破产，56% 的留学机构正常运营，其中仅 3% 逆势增长。相比往年同期，85% 的留学机构营收减少。机构面临新增客源少、房租压力大、现金流困难、人力成本高、获客成本高、老客户退费多等重重压力，超过 50% 的机构降薪，33% 的机构进行了裁员。其中，中小型机构受到的影响最大，大型机构、小微工作室受到的影响相对较小。

图30：2020 年上半年留学机构营收表现



资料来源：教培校长参考，民生证券研究院；注：调研对象分布于全国 24 个省市，涵盖大型（500 人以上）、中型（100-500 人）、小型（50-100 人）、微型（50 人以下）不同规模的留学机构共 530 家，小微机构占比 48%，大机构占比 22%

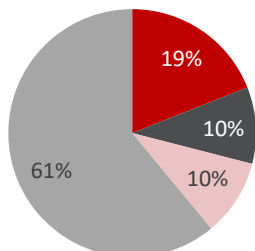
图31：2020 年上半年留学机构所面临的压力调研结果



资料来源：教培校长参考，民生证券研究院注：调研对象分布于全国 24 个省市，涵盖大型（500 人以上）、中型（100-500 人）、小型（50-100 人）、微型（50 人以下）不同规模的留学机构共 530 家，小微机构占比 48%，大机构占比 22%

图32：2020 年上半年员工规模保持稳定的机构类型

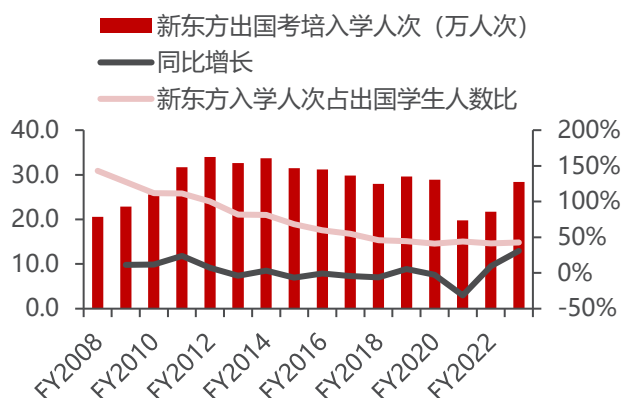
■ 大型：员工规模500人以上
■ 中型：员工规模100-500人
■ 小型：员工规模50-100人
■ 微型：员工规模50人以下



资料来源：教培校长参考，民生证券研究院

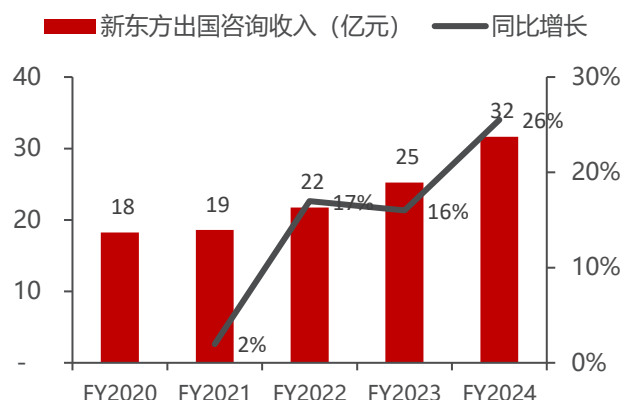
龙头新东方的市场份额有所提升，估计 2024 年新东方在留学考培和咨询市场占有率分别约 20%、45%。1) 根据财报，FY2023（2022 年 6 月至 2023 年 5 月）新东方出国考培累计入学人次达到 28.4 万人次，接近 2019 年水平。线下活动全面恢复后，FY2024（2023 年 6 月-2024 年 5 月）新东方出国考培业务加速增长，据新东方财报，FY2024Q1-4 出国考培收入美金口径同比增长 47%、47%、53%、18%，预计市场份额进一步提升。我们测算 FY2024 全年新东方出国考培业务收入约 40 亿元，人民币口径同比增长约 40%。以艾瑞咨询估计的 2019 年出国考培市场规模 206 亿元测算，FY2024 新东方的市占率约 20%。2) 新东方的出国咨询业务 2020 年以来总体保持增长，据新东方财报，FY2020-FY2024 出国咨询收入从 18 亿元增长至 32 亿元。以艾瑞咨询估计的 2019 年出国咨询市场规模 71 亿元测算，FY2024 新东方的市占率约达 45%。

图33：FY2008-FY2023 新东方出国考培培训人次情况

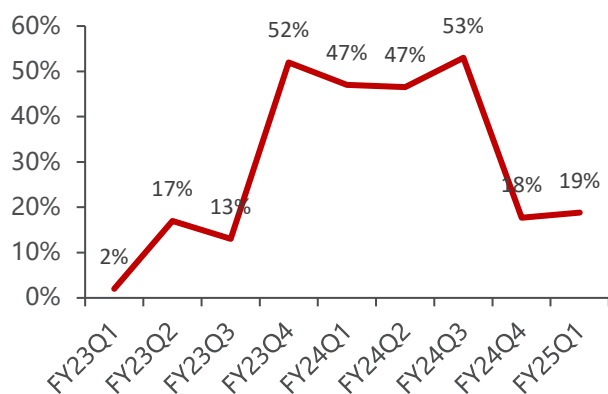


资料来源：新东方年报，教育部，民生证券研究院；注：新东方财年截至每年 5 月 31 日，即 FY2023 对应 2022 年 6 月至 2023 年 5 月

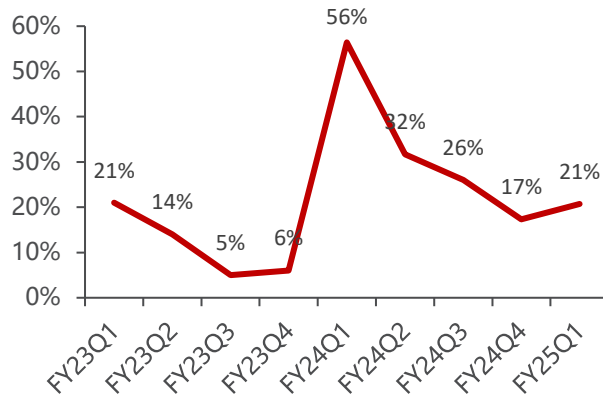
图34：FY2020-FY2024 新东方出国咨询收入情况



资料来源：新东方年报，民生证券研究院；注：收入为人民币口径，汇率取历史汇率，按年依次为 1USD=7.02/6.67/6.67/7.11/7.20CNY

图35: FY23Q1-FY25Q1 新东方出国考培收入增速


资料来源: 新东方财报, 民生证券研究院; 注: 美元口径增速

图36: FY23Q1-FY25Q1 新东方出国咨询收入增速


资料来源: 新东方财报, 民生证券研究院; 注: 美元口径增速

一线城市来看, 新东方的业务规模断层领先, 第二梯队的全国性品牌和地方性品牌也占据一定份额。我们从大众点评上统计了北上广深 4 个一线城市的留学考培与咨询机构, 其竞争格局呈以下特点: **1)** 新东方的业务规模断层领先, 在上海、北京、深圳、广州的网点个数分别达到 24/19/15/18 个, 约占大众点评所显示的网点总量的 15~25%; **2)** 第二梯队的全国性品牌包括启德、新航道、朗阁等, 每个城市约有网点 5~10 个, 另外, 每个城市拥有具有一定规模的地方性品牌, 例如上海的澜大教育、昂立教育、智课教育等; **3)** 约 50~80%的品牌仅 1-2 家网点, 存在大量小微工作室和机构。

表8: 北上广深四大一线城市前十大留学考培和咨询机构

城市 序号	上海		北京		深圳		广州	
	品牌	网点个数	品牌	网点个数	品牌	网点个数	品牌	网点个数
1	新东方	24	新东方	19	新东方	15	新东方	18
2	澜大	11	新航道	9	启德	8	新航道	11
3	新航道	9	学为贵	8	博明程	4	启德	9
4	启德	7	凯特语言中心	8	环球雅思	4	环球雅思	6
5	昂立	7	启德	6	邦拓	4	紫藤	3
6	朗阁	7	朗阁	5	威学一百	4	学为贵	3
7	智课教育	7	环球雅思	5	新航道	3	威学一百	3
8	新通留学	7	犀牛	3	派思	2	范莎教育	2
9	麦尔威	6	超级学长	2	圆梦教育	2	朗阁	2
10	犀牛	4	无忧	2	犀牛	2	新洲际	2

资料来源: 大众点评, 民生证券研究院; 注: 统计时间为 2024 年 11 月 7 日

4 新东方：留学考培和咨询业务高度协同，竞争壁垒较高

4.1 留学考培：课程种类+班型丰富，可满足不同层次需求

新东方课程种类覆盖全品类。新东方从 1993 年开始提供托福备考课程，经过 30 年发展，目前提供包括雅思、托福、SAT、AP、A-LEVEL、IB、GCSE、托福 junior、SSAT、ACT、GRE、GMAT、LSAT、OSSD 等考培课程，以及国际竞赛、国际学校备考等课程。考虑到学生的基础和学习速度不同，新东方还提供一系列针对不同水平学生定制的基础和高级课程。

提供一对一辅导、小组课、大班课、录播课等多种班型。小组课一般每班 6-10 人，线下大班课一般每班 25-30 人。单价来看，小组课每小时 150-400 元，其中线下每小时 300-450 元，线上每小时 150-300 元。线下大班课每小时约 100 元。一对一辅导每小时 600-1000 元。一般一款课程产品包含 40-120 课时，价格 6000 元-4 万元。此外，新东方在线还提供录播课产品，价格 2500-12000 元，产品按照服务程度由浅至深划分多个等级，基础版包括了口语写作精批、在线答疑、临考分析直播课等，最高等级的综合了少量一对一辅导和日常讲练直播课程。

表9：新东方上海及新东方在线的出国考培课程价格

课程种类	线下一对一	线下小组课	线下大班课	线上一对一	线上小组课
传统出国考试培训	600-1000 元/小时	300-400 元/小时	100 元/小时	600-1000 元/小时	150-200 元/小时
国际课程培训	600-1000 元/小时	400-450 元/小时	暂无开班	600-1000 元/小时	300 元/小时

资料来源：新东方上海官网，新东方在线，民生证券研究院；注：统计时间为 2024 年 11 月 7 日

表10：新东方上海线下开班情况：托福培训（2024 年 11 月）

推荐学段	开班班级	班型	课时数	课程费用	课时单价（元）
所有学段	托福考前冲刺班	6-9 人	40 课时/20 课次	13800 元	345
	托福冲分班	6-9 人	52 课时/24 课次	19800 元	381
本科生	托福大学生中级班	6-9 人	68 课时/34 课次	25800 元	379
高中生	托福强化班	6-9 人	120 课时/60 课次	35800 元	298
	托福强化班	25-30 人	66 课时/33 课次	7040 元	107
	托福高级强化班	6-9 人	96 课时/48 课次	35800 元	373
	托福高级强化班	25-30 人	66 课时/33 课次	7040 元	107
	托福基础班	6-9 人	120 课时/60 课次	35800 元	298
	托福中级提高班	6-9 人	84 课时/42 课次	25800 元	307
初中生	托福预备班	6-9 人	96 课时/48 课次	32800 元	342
	托福初级起点班	6-9 人	60 课时/30 课次	19800 元	330

资料来源：新东方上海官网，民生证券研究院；注：统计时间为 2024 年 11 月 7 日

表11：新东方在线开班情况：大学生托福培训（2024 年 11 月）

开班		课程费用	课时数	课时单价（元）	备注
基础班 (冲 80-90 分)	60 天直播班	6772 元	56 小时直播课	121	
	直播 VIP 班	11304 元	56 小时直播课	202	含 8 小时 1 对 1
	直播单项班	2180 元	14 小时直播课	156	
精讲班 (冲 90-105 分)	60 天直播班	6772 元	56 小时直播课	121	
	直播 VIP 班	11304 元	56 小时直播课	202	含 8 小时 1 对 1
	30 天直播班	5982 元	40 小时直播课	150	
	直播 VIP 班	10424 元	40 小时直播课	261	含 8 小时 1 对 1
	直播单项班	1880 元	10 小时直播课	188	
刷题班 (冲 100-110 分)	刷题班	2309 元	30 小时直播课	77	
	真经班	999 元	12 小时直播课	83	
VIP 小班 (8-10 人)	强化班 (冲 90-105 分)	17024 元	96 小时直播	177	8-10 人
	进阶班 (冲 70 分)	11744 元	64 小时直播	184	8-10 人
一对一班		自由定制，4 小时起		600-1000 元/小时	

资料来源：新东方在线，民生证券研究院；注：统计时间为 2024 年 11 月 7 日

表12：新东方在线录播产品：大学生托福培训（2024 年 11 月）

课程产品		课程费用	备注
冲 110 分	旗舰版+1 对 1	11989 元	含 8 小时 1 对 1
	旗舰版	7211 元	
	自学版	5451 元	
冲 105 分	旗舰版+1 对 1	11989 元	含 8 小时 1 对 1
	旗舰版	7211 元	
	自学版	5451 元	
冲 90 分	旗舰版	7211 元	
	自学版	5451 元	
	基础版	7564 元	
基础强化	冲 70 分	3790 元	
	冲 60 分	2670 元	

资料来源：新东方在线，民生证券研究院；注：统计时间为 2024 年 11 月 7 日

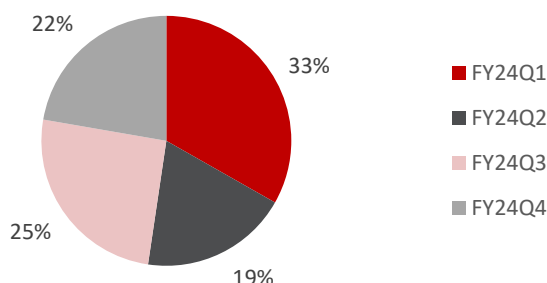
凭借强大的品牌效应和获客能力，新东方是行业里少数开设线下大班课的结构，规模效应下考培课程单价低至 100 元/小时。我们统计了上海地区多家机构 2025 年寒假托福冲刺班的开班情况，新东方开设了 25-30 人的大班课，而大部分机构不设大班课，绝大部分提供 5-10 人的小组课，部分小机构仅能提供一对一课程。新东方不仅拥有较好的教学口碑，从价格上看也较具竞争力，线下大班课每小时低至 100 元，线下小组课每小时最低 300 元，而澜大教育、新航道等线下小组课每小时价格大多超过 400 元。

表13：上海各层级机构针对大学生的托福培训-寒假班课程对比（5-10 人小组课）

品牌	开班班级	课时数	课程费用	班型	课时单价（元）
新东方（16）	托福大学生中级班	68 小时	25800 元	6-9 人	379
	托福冲分班	52 小时	15600 元	6-9 人	300
澜大教育（11）	托福冲刺班	66 小时	27880 元	5-10 人	422
新航道（8）	托福冲刺班	72 小时	32800 元	6-10 人	456
朗阁（7）	托福冲刺课	80 小时	27800 元	7 人以内	348
启德（4）	托福强化封闭营	72 小时	27800 元	8-12 人	386
超级学长（3）	托福冲刺班	80 小时	27800 元	4-6 人	335
YES 英语（1）	托福精英班	48 小时	28800 元	8 人以内	600

资料来源：新东方官网，新航道官网，大众点评，民生证券研究院；注：括号内为线下网点数量，统计时间为 2024 年 11 月 7 日

寒暑假是每年留学考培业务的旺季，营收占比接近 60%。一般春季和秋季学期排课集中在每周工作日的晚上和周末，而寒暑假可排课时间覆盖工作日白天，因此对机构而言寒暑假往往创收更高。我们测算新东方出国考培业务 FY2024Q1-4 在全年收入中的占比分别为 33%/19%/25%/22%（FY2024Q1 为 2023 年 6-8 月），暑假季度收入占全年的 1/3，寒暑假创收占比近 60%。

图37：新东方出国考培业务的季节性（季度收入占比）


资料来源：新东方财报，民生证券研究院估算

4.2 留学咨询：品牌知名度高、获客能力强、院校资源丰富

留学中介帮助学生完成海外院校的申请和录取，其收入来源包括学生支付的咨询费以及海外院校支付的返佣。留学中介的核心服务包括选校定位、文书撰写、材料准备、网申、面试指导、签证申请等，附加服务可能包括背景提升、游学、实习、教授推荐信等，学生为咨询服务付费。留学中介也同时和世界各地院校进行直接或间接合作，提供招生、营销等服务，并收取院校的服务费，即为返佣。大型中介可以直接和学校签约，小型中介可能经过多级校代才获得部分返佣。

图38：留学中介的一般收入来源和服务流程



资料来源：《神州数码集团股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，民生证券研究院

咨询费的高低和留学国家、院校选择有关。一般而言，北美的中介费高于英联邦、亚洲等国家，如果申请排名较高的院校则需要支付更高的费用，因为涉及到更高难度的文书撰写。通常来看，申请美国研究生项目的中介费基础价格约 2.5 万元，包含 6-8 所非高端学校申请及学生签证，如果申请排名较高的院校，每个学院加收数千元，大多数学生需要花费 4 万元以上。而英联邦学校申请大约仅需 2 万元。

然而，对中介机构而言，北美或英联邦申请带来的 ARPU 差异不大。这主要由于除了英国 G5 大学外，英联邦学校大部分都有返佣，而北美 TOP50 较少。海外院校一般按照学生报到等节点，累计返还学生一年学费的 10-20%。假设学生一年学费 20 万元/年，则可以收取返佣 2 万元，叠加来看对应的收入差异不大。

表14：美国、英国、加拿大等留学咨询费用一览（非特定机构）

国家或地区	院校/专业	收费标准
美国	6-8 所院校，1-2 个专业	本科：5-15 万元；硕士：3-10 万元
英国	5 所院校，1 个专业	本科：1.5-4 万元；硕士：1.5-2 万元；G5：加 3000~4000 元/所
加拿大	5 所院校，1-2 个专业	本科：2 万+；硕士：2.5 万+
澳大利亚/新西兰	3 所院校，1-2 个专业	1.2-3 万元，有些是 0 中介费
中国香港	1-3 所院校，1 个专业	1.5-2 万元
新加坡	私立 3 所、公立 1 所，1 个专业	2 万元
日本	6-7 所院校，1-2 个专业	1-2 万元

资料来源：小红书，中国教育在线，民生证券研究院

新东方的考培和咨询业务高度协同，流量相互转化，得以在偏同质化竞争的留学咨询行业中持续领先。留学中介服务的同质化程度较高，品牌效应和获客能力是竞争的核心要素。新东方的考培和咨询业务高度协同，流量相互转化，持续维持行业领先地位。集团整体来看，截至目前包括国际教育、K12 培训等业务线在内的线下教学点数量已经超过 1000 家、遍布全国 74 座城市，是教培领域绝对的龙头。新东方前途出国在全国设有 43 家分公司，同样位列同行第一。从资源上看，目前

新东方前途出国与美国、英国、加拿大、澳大利亚、德国等几十个国家和地区的1900多所教育机构建立了合作关系，顾问团队规模超过2000人，多具有海外留学背景、硕士及以上学历，领先同业。

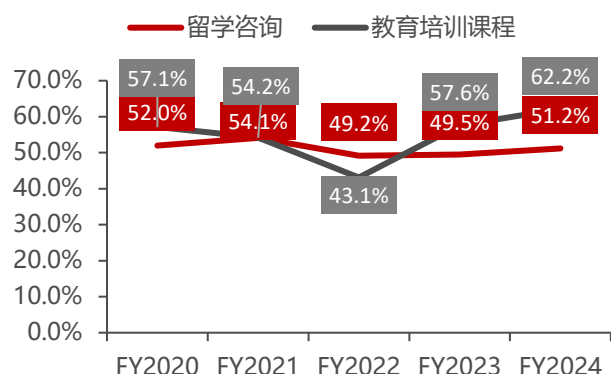
表15：国内主要的留学咨询机构

机构	新东方前途出国	启德	新通	澳际	金吉列
成立时间	1996年	2002年	1996年	1990年	1999年
全国分公司数量	43个	41个	23个	26个	30个
海外分公司	英国伦敦、澳大利亚悉尼和墨尔本、加拿大多伦多、日本东京	英国伦敦&曼彻斯特&伯明翰、澳大利亚悉尼&墨尔本&阿德莱德&布里斯班、越南河内、加拿大温哥华&多伦多	澳大利亚悉尼和墨尔本、加拿大温哥华	澳大利亚悉尼、加拿大温哥华、英国曼彻斯特	新西兰奥克兰、澳大利亚墨尔本、加拿大多伦多&温哥华
合作院校数量	1900+所	3000+所	3300+所	2000+所	2600+所
服务导师数量	2000+位	3000+名员工	2000+名	1000+名	1000+名

资料来源：各公司官网，民生证券研究院

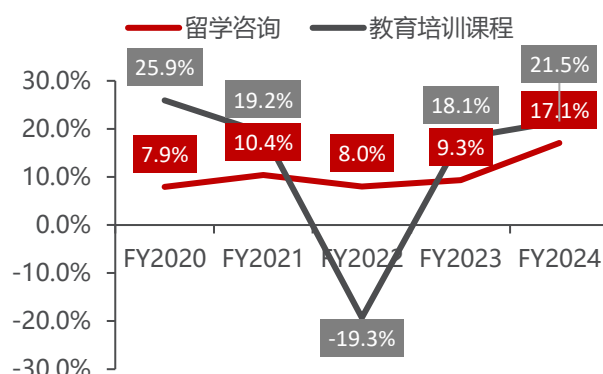
一般而言，留学中介的成本费用包括渠道成本、销售顾问分成、文案顾问分成等，行业里渠道方抽成可达25-50%，销售顾问分成约10%，而文案顾问分成约5%。从新东方的报表来看，近3年，新东方留学咨询业务的毛利率维持在50%左右（GAAP口径，下同），销售费用率维持在22%左右，管理费用率随着规模效应、FY2024降低至13%，经营利润率在FY2024提升到17%，创近5年新高。与教育培训课程业务相比，新东方的留学咨询业务毛利率较低而销售费用率较高，虽然管理费用的规模效应更加显著，但总体经营利润率略低于教育培训课程业务。

图39：新东方 FY2020-FY2024 留学咨询和教育培训课程分部 GAAP 口径毛利率

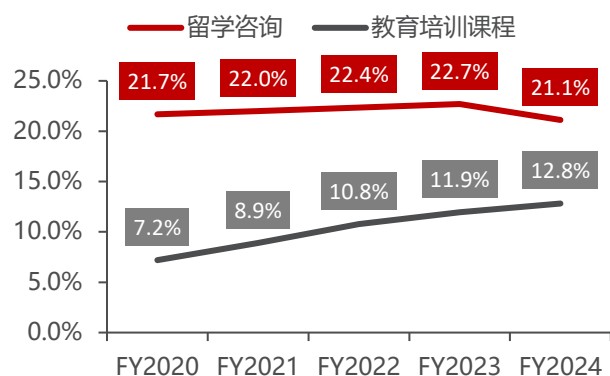


资料来源：新东方年报，民生证券研究院

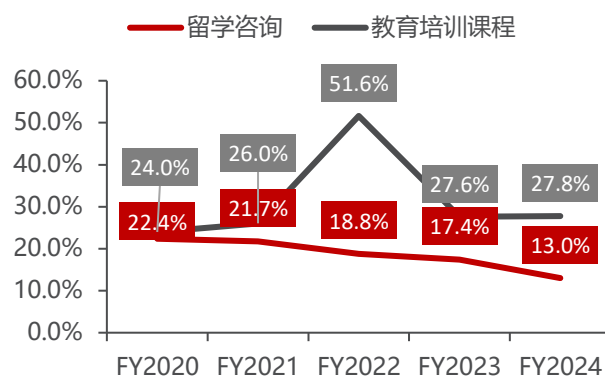
图40：新东方 FY2020-FY2024 留学咨询和教育培训课程分部 GAAP 口径经营利润率



资料来源：新东方年报，民生证券研究院

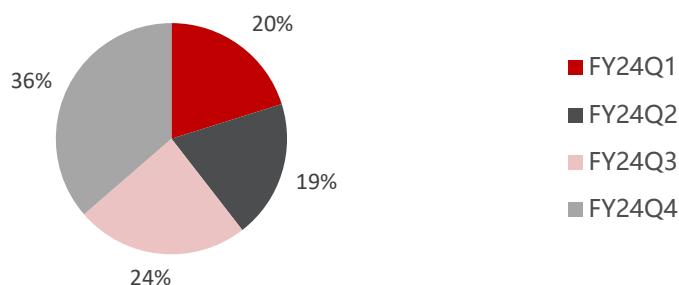
图41：新东方 FY2020-FY2024 留学咨询和教育培训课程分部 GAAP 口径销售费用率


资料来源：新东方年报，民生证券研究院

图42：新东方 FY2020-FY2024 留学咨询和教育培训课程分部 GAAP 口径管理费用率


资料来源：新东方年报，民生证券研究院

留学咨询业务同样具有较强的季节性，主要与海外院校的录取时间相关。行业来看，一般销售高峰出现在海外院校报名申请截止日的前半年，此外，国内的中考、高考毕业季后一段时间以及春节前后也会出现销售高峰。营收角度看，新东方的留学咨询业务按照完成进度确认收入，即与确认录取通知、获得签证等关键节点挂钩（一般录取通知发放时间为每年 2-4 月），因此每年 3-5 月是收入最高的季度。我们估计新东方出国咨询业务 FY2024Q1-4 单季度占比分别为 20%/19%/24%/36%，第四季度收入占比达到 36%（Q4 为 3-5 月季度）。

图43：新东方出国咨询业务的季节性（季度收入占比）


资料来源：新东方财报，民生证券研究院估算

5 投资建议

出国留学逐步恢复，2020 年全球公共卫生事件促使行业出清，新东方作为行业龙头市占率提升，竞争优势进一步加强。出国留学需求中长期持续存在，持续看好龙头新东方。

表16：重点个股盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价	经调整 EPS (美元)			PE (倍)			评级
			FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2024A	FY2025E	FY2026E	
9901.HK	新东方-S	42.05	0.23	0.34	0.44	35	16	12	推荐
TAL.N	好未来	9.54	0.14	0.27	0.49	291	35	19	/

资料来源：彭博，民生证券研究院预测；注：股价为 2024 年 11 月 14 日收盘价；好未来数据采用彭博一致预期；新东方-S 股价为港元，好未来股价为美元；汇率为 1USD=7.78HKD

6 风险提示

- 1) **国际关系恶化。**国际关系恶化可能对海外院校国际学生招生产生负面影响，出国留学人数可能随之下滑，国内出国留学产业可能出现收缩。
- 2) **竞争加剧。**随着出国留学的逐步恢复，新的机构开始重新进入留学考培和咨询赛道，行业竞争可能加剧，可能影响行业的盈利水平。
- 3) **教学口碑下滑。**教学质量是教育机构的立身之本。如果机构扩张过快，可能存在师资力量跟不上、教学口碑下滑的情况，则会对招生获客产生负面影响，对公司发展不利。

插图目录

图 1: 清末及民国时期的留学	3
图 2: 新中国及改革开放后的留学	4
图 3: 21 世纪以来的留学	4
图 4: 2016-2022 年全球国际学生总数	5
图 5: 2022 年全球国际学生来源及目的国结构	6
图 6: 2016-2022 年中国留学生总数	6
图 7: 2016-2022 年中国 TOP15 留学目的国家或地区情况	7
图 8: 2023 年国际学生比重 TOP20 国家（高等教育阶段）	7
图 9: 2016-2022 学年在美中国留学生人数	8
图 10: 2018-2023 年美国向中国发放的学生签证数量	8
图 11: 2018-2024 年加拿大发放的学生签证总数	9
图 12: 2018-2023 澳大利亚向中国发放的学生签证数	9
图 13: 2018-2022 年在英中国留学生数量（高等教育）	9
图 14: 2019-2024 年英国对中国发放的学生签证数	9
图 15: 中国出国留学人数占毕业生群体数量	11
图 16: 双一流院校应届毕业生选择出国的比例	11
图 17: 2013-2017 年高中及以下留学生占比估计	12
图 18: 2000-2022 年中国在美留学本科生/研究生数	12
图 19: 2008-2022 年中国高净值人群数量增长 10 倍	12
图 20: 2022 年全国各省市 985 大学录取率	12
图 21: 2018-2023 年美国对中国发放学生签证数量	13
图 22: 2018-2023 年英国对中国发放学生签证数量	13
图 23: 2018-2023 年澳大利亚对中国发放学生签证数量	13
图 24: 2021-2024 年意向留学人群的留学申请准备周期（%）	14
图 25: 2023 年申请不同阶段的意向留学人群认为需要重视的准备（%）	14
图 26: 我国留学产业演进脉络	17
图 27: 我国留学产品发展现状	18
图 28: 2018-2023 年国内留学考培和咨询市场规模	18
图 29: 2018-2023 年国内留学考培细分赛道市场规模	18
图 30: 2020 年上半年留学机构营收表现	21
图 31: 2020 年上半年留学机构所面临的压力调研结果	21
图 32: 2020 年上半年员工规模保持稳定的机构类型	22
图 33: FY2008-FY2023 新东方出国考培培训人次情况	22
图 34: FY2020-FY2024 新东方出国咨询收入情况	22
图 35: FY23Q1-FY25Q1 新东方出国考培收入增速	23
图 36: FY23Q1-FY25Q1 新东方出国咨询收入增速	23
图 37: 新东方出国考培业务的季节性（季度收入占比）	26
图 38: 留学中介的一般收入来源和服务流程	27
图 39: 新东方 FY2020-FY2024 留学咨询和教育培训课程分部 GAAP 口径毛利率	28
图 40: 新东方 FY2020-FY2024 留学咨询和教育培训课程分部 GAAP 口径经营利润率	28
图 41: 新东方 FY2020-FY2024 留学咨询和教育培训课程分部 GAAP 口径销售费用率	29
图 42: 新东方 FY2020-FY2024 留学咨询和教育培训课程分部 GAAP 口径管理费用率	29
图 43: 新东方出国咨询业务的季节性（季度收入占比）	29

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 近两年欧洲、亚洲等主要国家或地区留学政策变化	10
表 2: 2023 年热门留学目的地学费和生活费年开销（单位：人民币）	11
表 3: 留学申请常见的标准化考试	15

表 4:	主要留学考试中国考生人次	19
表 5:	我国留学考培、留学咨询市场规模测算	19
表 6:	我国留学考培和留学咨询市场主要玩家和竞争格局	20
表 7:	国内主要的留学考培与咨询机构	20
表 8:	北上广深四大一线城市前十大留学考培和咨询机构	23
表 9:	新东方上海及新东方在线的出国考培课程价格	24
表 10:	新东方上海线下开班情况: 托福培训 (2024 年 11 月)	24
表 11:	新东方在线开班情况: 大学生托福培训 (2024 年 11 月)	25
表 12:	新东方在线录播产品: 大学生托福培训 (2024 年 11 月)	25
表 13:	上海各层级机构针对大学生的托福培训-寒假班课程对比 (5-10 人小组课)	26
表 14:	美国、英国、加拿大等留学咨询费用一览 (非特定机构)	27
表 15:	国内主要的留学咨询机构	28
表 16:	重点个股盈利预测、估值与评级	30

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026