2026 年 08 月 31 日

教育行业行业研究

买入（首次评级）

行业深度研究

证券研究报告

商贸零售组
分析师：于健（执业 S1130525070012）
yu_j@gjzq.com.cn

政策、业绩、AI 共振，教育行业变化积极

投资逻辑：

我们认为教育行业的政策环境、基本面与 AI 逻辑均出现积极变化。行业投资逻辑逐步转向基本面修复与新技术带来的增量机会。经历前期供给出清和业务重构后，部分头部机构已形成非学科教育、全年龄教育服务以及“课程+内容+智能硬件”等新业务布局，经营表现逐步改善。2025 年以来，行业监管进一步趋于常态化、数字化，同时 AI 教育、科技教育和职业技能培训相关支持政策持续出台，为中长期发展提供一定支撑。

复盘行业发展，教育行业已走过“高速扩张—政策出清—业务重构”三个阶段。2010—2020 年 K12 教培快速扩张；2021 年“双减”推动行业大规模供给出清，截至 2022 年 2 月线下学科类培训机构较政策前压减超 92%；2022—2024 年，头部机构加快向非学科教育、研学、智能硬件及全年龄教育服务转型。2025 年以来，随着监管趋于常态化、龙头新业务逐步成熟，行业进一步修复。

龙头收入恢复较快增长，经营杠杆推动利润释放。供给出清后，头部机构依托品牌、教研、教师及标准化运营体系恢复产能，新东方学习中心由 2023 年的 663 个增至 2025 年的 1,241 个，好未来由 2024 年的 331 个增至 2025 年的 526 个。最新业绩进一步验证基本面改善：新东方 FY26Q4 收入 15.30 亿美元/+23.0%，归母净利润 0.62 亿美元/+775.8%；好未来 FY2027Q 收入 7.58 亿美元/+31.9%，归母净利润 4.08 亿美元/+1207.2%。收入恢复叠加毛利率改善、费用效率提升及产能利用率上升，龙头利润增速普遍快于收入，行业正在由业务重构阶段进入盈利兑现阶段。

AI 由替代担忧转向教师增强与产品创新，K12 有望率先实现规模化落地。生成式 AI 正由搜题、批改等单点工具延伸至备课、学情分析、答疑及运营等环节。K12 高频产生作业、测评及互动数据，天然适合形成个性化学习闭环。好未来 FY2026 学习内容解决方案收入同比增长 48.4%，FY2027Q1 学习设备周活跃设备超过 200 万台；新东方则依托 OMO 系统和线下教学网络，将 AI 嵌入教学及运营流程。具备教研内容、学习数据和教师服务能力的龙头更具竞争优势。

AI 技能迭代有望催生新一轮职业培训需求。企业 AI 应用正由模型调用向智能体、系统部署及工作流改造演进，AI 技能需求也由核心技术岗位向开发、产品及业务岗位扩散。根据 PwC 2026 年统计，要求 AI 技能的岗位增长 69%，显著快于整体招聘市场 9%的增速；Lightcast 统计 2025 年美国智能体相关技能招聘占比同比增长超过 280%。培训需求也由单一软件技能向 AI 与专业能力融合升级，传智教育已形成 AI 开发与 AI 应用双品牌矩阵，并进一步布局具身智能课程，有望受益于岗位技能重构。

投资建议

当前政策环境稳定，头部机构线下产能恢复，经营效率改善。中长期看，K12 行业仍受益于需求韧性、供给格局优化及产品升级，AI 有望进一步提升教学效率并拓展个性化学习场景；职业教育则受益于就业培训政策支持及 AI 等新技术带来的技能迭代需求，成长空间有望逐步打开。

相关标的：K12 及教育服务领域关注新东方

风险提示

政策变化、招生不及预期、AI 业务落地不及预期、竞争加剧

内容目录

一、政策底已现：行业由规范治理迈向提质发展 4
1.1 K12：从双减重构到转型见效，走出周期底部 4
1.2 职业教育：战略定位升级，逆周期调节属性突出 8
二、业绩底已过：规模扩张与经营杠杆共振 8
2.1 新东方：教育新业务延续高增，盈利修复验证转型成效 8
2.2 好未来：学习服务与智能硬件共振，运营杠杆加速释放 9
2.3 传智教育：短训需求逐步回暖，学历教育协同推动扭亏 10
2.4 行动教育：业绩延续较快增长，AI 应用打开成长空间 10
2.5 学大教育：旺季经营杠杆加速释放，扣非业绩表现亮眼 11
三、AI 浪潮已至：产品创新与效率提升打开成长空间 12
3.1 从替代教师到增强教师，AI 冲击担忧持续缓解 12
3.2 AI 重塑职业教育，技能迭代催生新培训需求 13
3.3 K12 产品 AI 升级加速，个性化教育走向规模化 16
投资建议 17
风险提示 17

图表目录

图表 1： 2010-2025 年新东方、好未来营业收入 4
图表 2： 教育行业 2021-2023 年主要合规政策梳理 4
图表 3： “双减”后学科类培训机构数量迅速收缩 5
图表 4： 新东方 FY2021-FY2025 收入拆分（亿元） 6
图表 5： 好未来 FY2021-FY2025 收入拆分（亿元） 6
图表 6： 2016-2025 年新东方、好未来线下学习中心数量 7
图表 7： 教育政策 2025-2026 年转向监管常态化与科技赋能 7
图表 8： 职业教育成为逆周期调节的重要工具 8
图表 9： 职业教育促进内需的传导路径 8
图表 10： 新东方营业总收入与归母净利润 9
图表 11： 新东方销售毛利率与归母净利率 9
图表 12： 好未来营业总收入与归母净利润 9
图表 13： 好未来销售毛利率与归母净利率 9
图表 14： 传智教育营业总收入与归母净利润 10
图表 15： 传智教育销售毛利率与归母净利率 10

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

图表 16： 行动教育营业总收入与归母净利润 11
图表 17： 行动教育销售毛利率与归母净利率 11
图表 18： 学大教育营业总收入与归母净利润 11
图表 19： 学大教育销售毛利率与归母净利 11
图表 20： 师生对生成式 AI 教学价值与教师替代风险的认知差异 12
图表 21： AI 显著提升教师工作效率 13
图表 22： AI 每周可为教师节省约 6 小时工作时间 13
图表 23： 生成式 AI 技能需求加速向非 IT 岗位渗透 14
图表 24： 传智教育已形成覆盖 AI 开发与 AI 应用的多元课程矩阵 14
图表 25： 传智 AI 专攻非程序员 AI 培训市场 15
图表 26： 传智教育 AIGC 创作训练营、AIGC 漫剧特训营产品 15
图表 27： 传智教育具身智能硬件产品 16
图表 28： 小思 AI 1 对 1 可以分步骤、主动引导学生学习 16
图表 29： 行业重点上市公司估值表 17

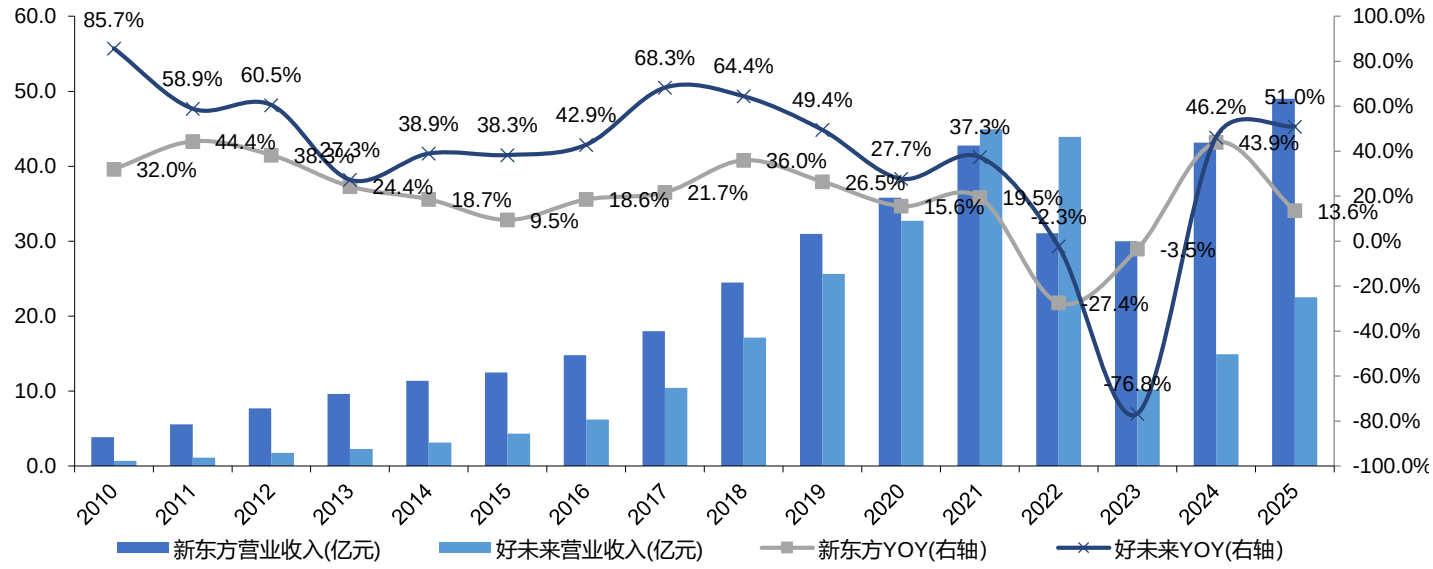
一、政策底已现：行业由规范治理迈向提质发展

1.1 K12：从双减重构到转型见效，走出周期底部

2010—2020 年是中国 K12 教育的黄金发展期。在居民教育支出持续增长、升学竞争强化、线下培训机构连锁化扩张以及在线教育快速渗透的共同推动下，K12 教培需求与供给同步扩张；2016 年后，移动互联网普及叠加资本大量进入在线教育，行业扩张进一步提速；2020 年，公共卫生事件推动线上教育渗透率快速提升，行业规模和资本投入均达到阶段性高点。

期间头部教育培训机构收入高增。新东方收入由 2010 年的 3.9 亿元增至 2020 年的 35.8 亿元，CAGR 为 24.9%；好未来收入由 0.7 亿元增至 32.7 亿元，CAGR 为 47.0%。

图表1：2010-2025 年新东方、好未来营业收入



来源：iFinD，国金证券研究所

2021-2025 年，K12 大致经历政策冲击、业务转型两个阶段。伴随行业快速扩张，校外培训带来的学生负担、家庭教育支出和超前超纲培训等问题逐渐受到监管关注。

图表2：教育行业 2021-2023 年主要合规政策梳理

时间	政策文件	主要对应的合规要求
2021 年 7 月 24 日	《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》	“双减”总纲：不再审批新增义务教育学科类机构、存量转非营利、非学科不得做学科、节假日/寒暑假不得开展义务教育学科培训等。
2021 年 8 月 25 日	《中小学生校外培训材料管理办法(试行)》	培训材料审核、备案，学科培训不得超标超前，规范课程内容
2021 年 9 月 9 日	《校外培训机构从业人员管理办法(试行)》	学科教师须具备教师资格证，非学科人员须具备职业/专业能力证明，不得聘用中小学、幼儿园在职教师等。
2021 年 10 月 21 日	《关于加强校外培训机构预收费监管工作的通知》	学科类和非学科类预收费全部纳入监管，培训收费专用账户、银行托管/风险保证金、禁止培训贷等。
2022 年 1 月	《关于加强教育行政执法 深入推进校外培训综合治理的意见》	建立校外培训监管行政执法体系，明确教育部门执法职责和事项，健全部门联合执法机制，依法查处校外培训违法违规行为；提出到 2024 年基本建成权责明晰、管理规范、运转顺畅、保障有力、监管到位的校外培训监管行政执法体系。
2022 年 5 月 17 日	《校外培训机构消防安全管理九项规定》	消防安全主体责任、检查巡查、设施维护、隐患整改、疏散演练等。
2022 年 11 月 30 日	《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》	非学科培训分类准入不得开展学科培训、时间要求线下≤20:30/线上≤21:00、收费不超过 3 个月或 60 课时且一次性不得超过 5000 元

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

		等。
2023 年 8 月 3 日	《校外培训行政处罚暂行办法》	系统明确校外培训违法行为的认定、处罚种类、执法主体及处罚程序；对未经审批擅自开展校外培训、隐形变异学科培训、超范围经营、违规举办竞赛等行为明确处罚规则

来源：教育部，国金证券研究所

2021 年 7 月“双减”政策出台，义务教育阶段学科类培训机构不再审批新增，存量机构统一登记为非营利性机构，同时受到培训时间、收费标准、广告投放等多重约束。教育公司短期普遍关闭教学网点、裁减人员并剥离 K12 业务。

2022 年 1 月校外培训行政执法意见、2022 年 11 月非学科类培训规范意见以及 2023 年 8 月校外培训行政处罚暂行办法相继落地，逐步明确非学科培训分类管理、“先证后照”、收费监管及线上线下执法规则。

政策冲击带来历史上最彻底的一轮供给出清。截至 2022 年 2 月，全国原有线下学科类校外培训机构由 2021 年约 12.4 万家压减至 9728 家，压减率达到 92.14%；线上学科类机构由 263 家压减至 34 家。大量中小机构因缺乏合规资质、资金实力和转型能力退出市场。

图表3：“双减”后学科类培训机构数量迅速收缩

时间/口径	*线下学科类机构*	*较双减前压减率*	*线上学科类机构*	*较政策前压减率*
双减（2021/7/24）前	约 12.4 万家		263 家	
2021 年 12 月		83.8%		84.1%
2022 年 2 月	9,728 家	92.14%	34 家	87.07%
2022 年 10 月	4,932 家	96.0%	34 家	87.1%

来源：教育部，国金证券研究所

供给端大规模出清后，行业竞争格局明显重塑。随着机构资质、从业人员、消防安全、预收费和培训内容等监管要求持续完善，中小机构的合规经营门槛显著提升，过去依赖低价获客、广告投放和高强度销售的经营模式难以持续。相比之下，头部机构在品牌、资金、教研、师资培训、标准化运营和跨区域管理方面更具优势，更容易完成业务调整并满足非学科类培训等新业务的合规要求，合规能力逐步转化为竞争壁垒。

需求端则更多表现为结构性迁移，而非简单消失。升学竞争、区域教育资源差异以及家庭对个性化教育服务的需求仍然存在，但在监管约束下，原有 K9 学科培训需求逐步向更合规、更分散的教育场景转移。头部机构也由此形成三类主要转型方向：

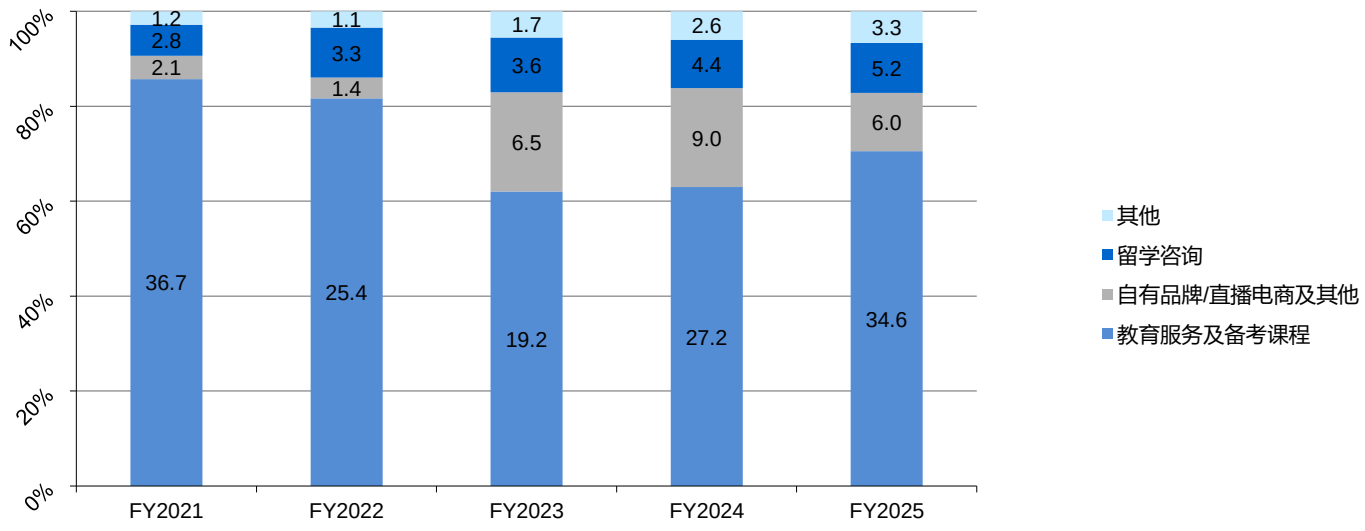
第一，由传统学科培训向科技、人文素养、研学等非学科教育延伸，复用原有教研、校区和招生体系；

第二，由单一课程服务向“课程+数字内容+智能硬件”拓展，通过学习机、智能学习系统等产品扩大服务半径；

第三，由 K9 单一客群向更广泛年龄层和教育需求延伸，布局留学考试、大学生及成人考试、职业教育和继续教育等业务，推动收入来源更加多元化。

2022—2024 年是龙头业务转型的关键阶段。新东方 2021 年末停止 K9 学科类培训，随后转向非学科培训、智能学习系统及设备、研学营地、成人和大学生考试培训等新业务。2022 财年开始探索直播带货第二曲线，2023 财年起逐步重启线下扩张。FY2023—FY2025（截至每年 5 月底），教育服务及备考课程收入由 19.15 亿美元增至 34.56 亿美元，占比由 63.9%升至 70.5%；同期公司总收入由 29.98 亿美元增至 49.00 亿美元，教育主业重新成为增长核心。

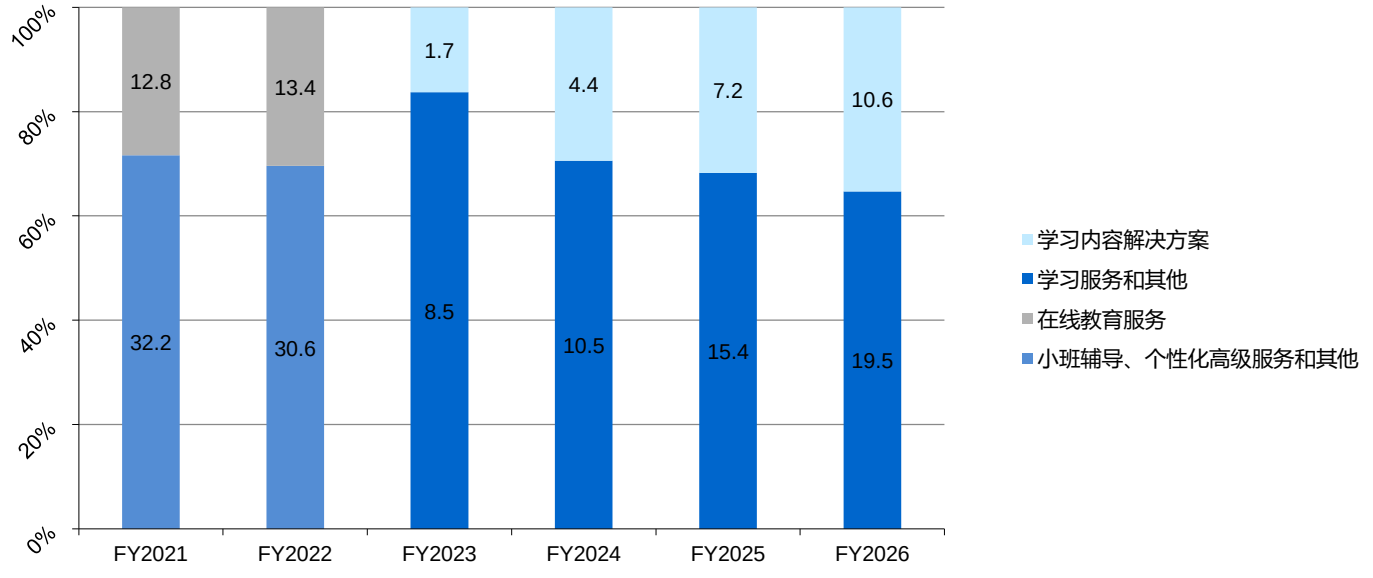
图表4：新东方 FY2021-FY2025 收入拆分（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

好未来 2021 年末停止 K9 学科类培训，将业务重心转向学习服务及其他、学习内容解决方案两大方向。学习服务覆盖科学、编程、人文等素养课程，学习内容解决方案则向学习设备及数字内容延伸，同时伴随学而思培优产能逐步恢复。FY2023—FY2026，公司学习服务及其他收入由 8.54 亿美元增至 19.47 亿美元，学习内容解决方案收入由 1.66 亿美元增至 10.62 亿美元、占比由 16.3%提升至 35.3%；同期总收入由 10.20 亿美元增至 30.09 亿美元。学习服务产能恢复叠加学习设备等内容解决方案快速放量，推动公司由"双减"后的业务收缩重新进入多元化增长阶段。

图表5：好未来 FY2021-FY2025 收入拆分（亿元）

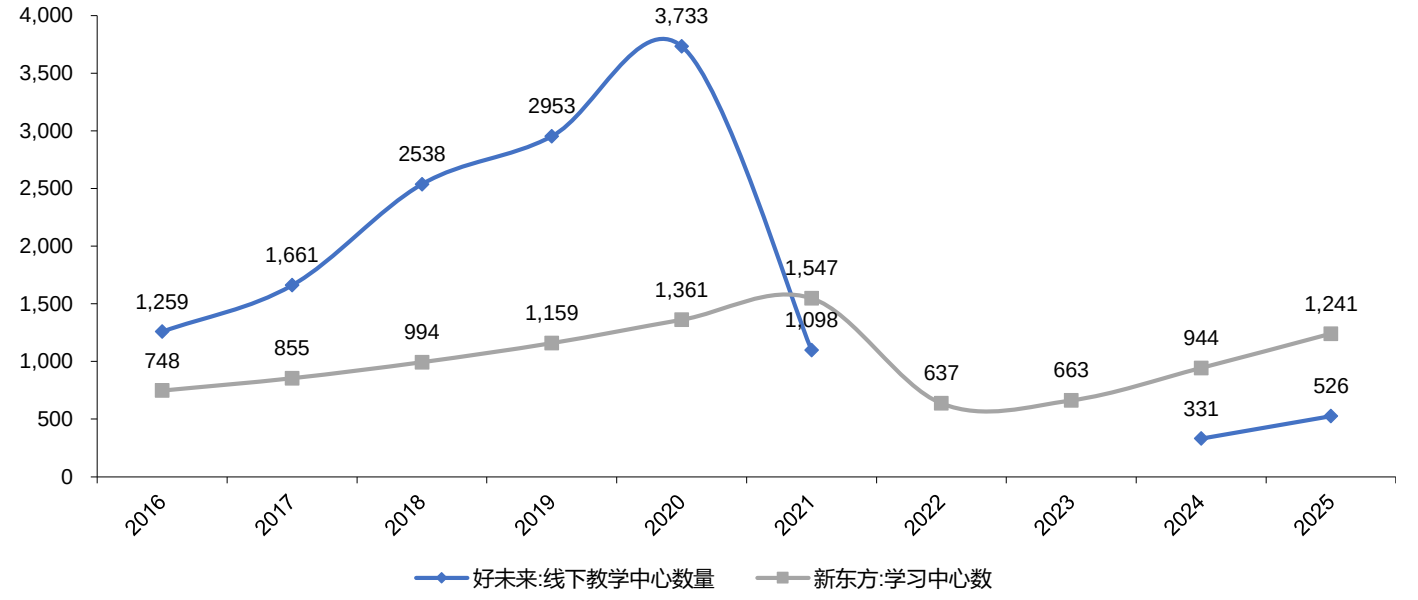


来源：iFinD，国金证券研究所

线下网点数量持续恢复。新东方学习中心由 2023 年的 663 个增至 2025 年的 1,241 个，两年增长 87%；好未来则由 2024 年的 331 个增至 2025 年的 526 个，同比增长 59%。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

图表6：2016-2025 年新东方、好未来线下学习中心数量



来源：，国金证券研究所

2025 年后，教培政策进入监管常态化与科技赋能导向的新阶段。

随着前期校外培训治理基本完成，行业监管逐步由集中整治转向常态化、数字化管理。全国校外培训监管平台管理办法进一步将机构资质、课程、收费及资金监管纳入统一平台，经营边界和监管规则进一步明确；2025 年 1 月《教育强国建设规划纲要（2024—2035 年）》继续强调严控学科类培训、规范非学科类培训。

图表7：教育政策 2025-2026 年转向监管常态化与科技赋能

时间	政策	核心变化
2025 年 1 月 3 日	《全国校外教育培训监管与服务综合平台应用管理办法》	机构办学许可、法人资质、从业人员、培训课程以及监管账户、支付渠道等信息纳入全国平台，并建立实时风险预警和资金监管机制
2025 年 1 月 19 日	《教育强国建设规划纲要（2024—2035 年）》	一方面继续“严控学科类培训、规范非学科类培训”，另一方面明确“加强数字化、全流程管理”，并提出实施国家教育数字化战略、促进人工智能助力教育变革
2025 年 4 月 11 日	《关于加快推进教育数字化的意见》	明确建设人工智能教育大模型，发展智能学伴、数字导师等人机协同模式，推进智慧校园和教学智能终端普及
2025 年 10 月 23 日	《关于加强中小学科技教育的意见》	强化科技教育课程、实践和评价体系，推动科技素养进入学生综合素质培养体系
2026 年 4 月 2 日	《“人工智能+教育”行动计划》	五部门系统部署人工智能人才培养、应用创新、基础环境和生态建设；推进 AI 全学段教育和全社会通识教育，到 2030 年形成 AI 与教育深度融合格局
2026 年 6 月 22 日	《教育发展“十五五”规划》	开展“人工智能+教育”行动，推动教育理念、培养模式、考试考核、科研范式和治理机制深层次变革

来源：教育部，国金证券研究所

AI+教育政策框架持续完善。《教育强国建设规划纲要（2024—2035 年）》提出建设人工智能教育大模型、云端学校，并加强数据、算法和伦理安全保障。2025 年 4 月，教育部等九部门印发《关于加快推进教育数字化的意见》，进一步提出深化教育大模型应用，探索智能学伴、数字导师等人机协同教学模式，推动人工智能融入课程、教材和教学体系。

此后，相关政策进一步细化至具体应用场景。2026 年 4 月，教育部等五部门印发《“人工智能+教育”行动计划》，围绕人才培养、教育教学、科研创新、管理服务和终身学习等领域作出进一步部署。2026 年 6 月，《教育发展“十五五”规划》提出“推进人工智能全学段教育”，同时继续强调校外培训常态化长效化管理，整体政策取向体现为在推动 AI 教育应用的同时，继续强化规范管理。

1.2 职业教育：战略定位升级，逆周期调节属性突出

职业教育的政策定位正由人才培养进一步延伸至稳就业、促增收和扩内需。2026 年 7 月 13 日，《扩大消费"十五五"规划》将职业技能培训纳入教育和培训消费，鼓励相关机构以市场化方式开展培训，同时将大规模技能培训作为促进就业、提升居民消费能力的重要措施。7 月 31 日，国家发改委进一步表示，正抓紧研究制定《扩大内需战略实施方案（2026—2030 年）》，并将持续开展大规模职业技能提升培训列为提升消费能力的具体抓手。

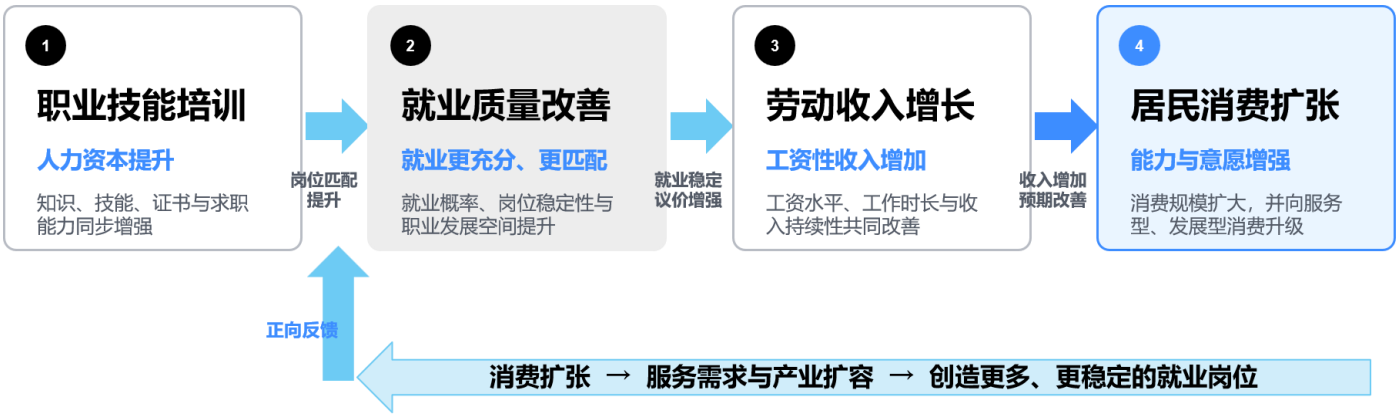
图表8：职业教育成为逆周期调节的重要工具

时间	政策	与职业教育相关的重点
2025 年 3 月 16 日	《提振消费专项行动方案》	将专项技能培训置于“城乡居民增收促进行动”之下，重点是通过提升技能促进就业和工资增长；同时推动高校专业设置对接产业链。
2025 年 7 月 22 日	《关于开展大规模职业技能提升培训行动的指导意见》	明确服务于扩大消费、应对外部冲击和促进就业，提出 2025—2027 年开展补贴性培训 3000 万人次以上，并覆盖先进制造、数字技术和人工智能等领域。
2026 年 6 月 29 日	《实施就业优先战略“十五五”规划》	职业培训转向市场和企业主导，政府补贴补充，重点服务青年、农民工等就业群体及新质生产力领域；通过“岗位需求+培训+评价+就业服务”、订单式培训和实训基地建设，提升技能与就业匹配度。
2026 年 7 月 13 日	《扩大消费“十五五”规划》	一方面将职业技能培训列入教育和培训消费，鼓励机构市场化开展培训；另一方面将大规模技能培训列入提升消费能力的就业政策，并支持开发数字教育资源和 AI 教育应用。
拟出台	《扩大内需战略实施方案（2026—2030 年）》	深入实施就业优先战略、持续开展大规模职业技能提升培训、多渠道促进居民增收

来源：中国政府网，国金证券研究所

从作用机制看，职业培训兼具一定的逆周期调节和结构调整功能：短期通过补贴性培训、转岗培训和就业服务支持重点群体就业，稳定收入及消费预期；中长期则通过提升劳动者技能、缓解人岗错配，为先进制造、数字经济和生活服务业补充技能人才。与直接发放消费补贴相比，职业培训对当期需求的拉动相对间接，但有助于改善居民持续消费能力，因此更接近"就业—增收—消费"的内需传导工具。

图表9：职业教育促进内需的传导路径



来源：国金证券研究所

二、业绩底已过：规模扩张与经营杠杆共振

2.1 新东方：教育新业务延续高增，盈利修复验证转型成效

收入增长提速，经营杠杆持续释放。FY2026Q4（截至 2026 年 5 月 31 日）公司实现收入 15.30 亿美元/+23.0%，归母净利润 0.62 亿美元/+775.8%。剔除股权激励、商誉减值等因素后，Non-GAAP 经营利润 1.10 亿美元/+34.7%，Non-GAAP 经营利润率同比提升 0.6pct 至 7.2%。FY2026 全年收入 56.61 亿美元/+15.5%；经营利润 6.43 亿美元/+50.2%，归母净利润 4.8 亿美元/+27.8%。

教育新业务仍是公司核心增长来源，传统业务表现分化。FY2026Q4 教育新业务收入同比增长约 24.8%，本季度收入增长主要由其推动。其中，非学科类培训已覆盖约 60 个城市，报名人次约 107.2 万；智能学习系统与设备覆盖约 60 个

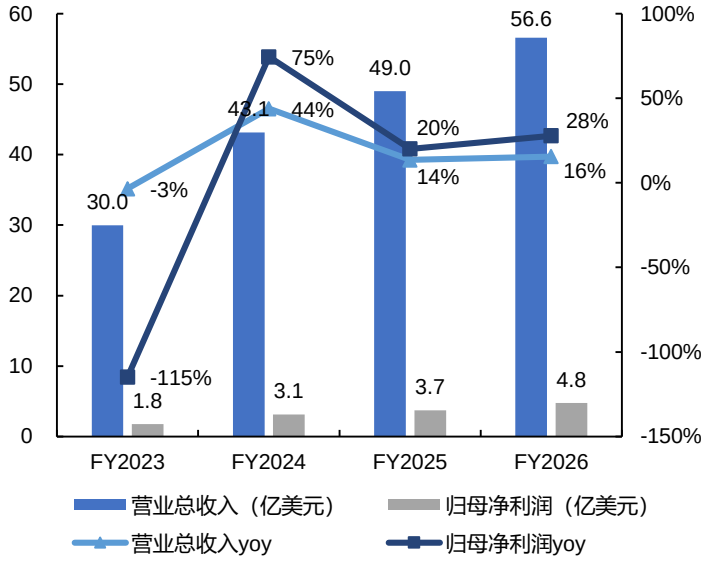
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

城市，活跃付费用户约 32.6 万。传统业务中，海外考试培训及留学咨询收入同比增长约 3.6%，恢复相对平稳；面向成人及大学生的国内考试培训收入同比增长约 29.1%。新业务在复用公司品牌、教研、师资和线下渠道的基础上持续扩张，正在成为公司增长中枢。

扩张节奏趋于理性。截至 2026 年 5 月 31 日，公司拥有 75 所学校、1534 个学习中心。同时，公司推出 New Oriental Home 统一客户服务平台，截至 FY2026Q4 已覆盖 69 个城市、服务超过 95 万户家庭，旨在提升复购和交叉销售，并降低获客及营销成本。

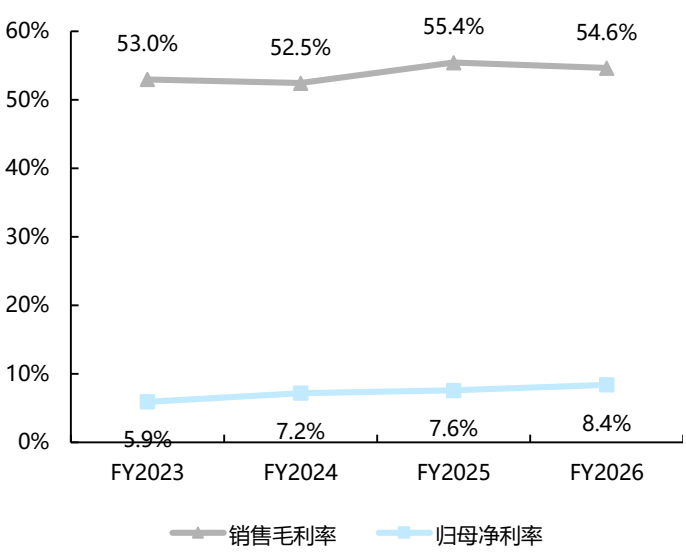
现金流及预收款表现较好，为后续增长提供支撑。FY2026Q4 经营现金流净流入 5.19 亿美元；截至期末递延收入 22.43 亿美元，同比增长 14.8%。FY2027 收入指引为 64.54—66.80 亿美元，对应同比增长 14%—18%。

图表10：新东方营业总收入与归母净利润



来源：iFinD，国金证券研究所

图表11：新东方销售毛利率与归母净利率



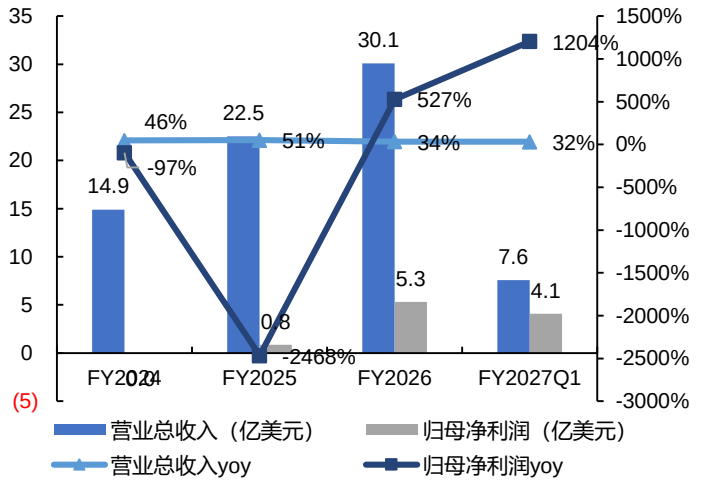
来源：iFinD，国金证券研究所

2.2 好未来：学习服务与智能硬件共振，运营杠杆加速释放

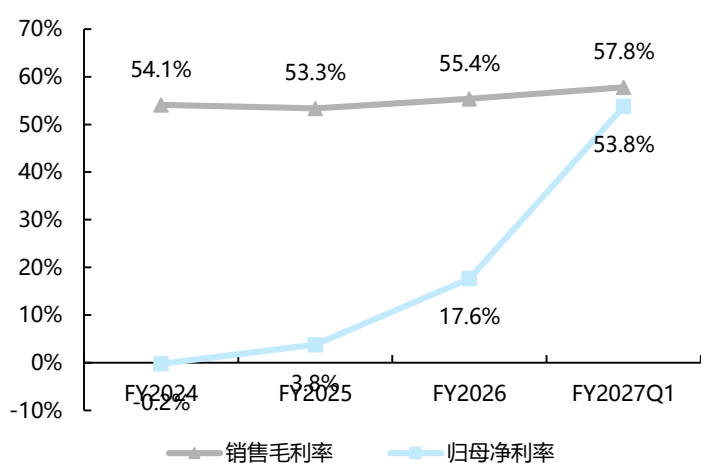
收入保持较快增长，降本增效推动经营杠杆集中释放。FY2027Q1（截至 2026 年 5 月 31 日）公司实现收入 7.58 亿美元/+31.9%，归母净利润 4.08 亿美元/+1207.2%；毛利率同比提升 2.9pct 至 57.8%。受益于收入扩张、毛利率改善及费用率下降，经营利润由上年同期 0.14 亿美元提升至 1.37 亿美元；Non-GAAP 经营利润达到 1.49 亿美元，同比增长 492.4%，主营业务盈利能力显著改善。

线下培优仍是公司最大的收入贡献业务。FY2027Q1 培优业务收入延续双位数同比增长，主要受稳定需求、服务质量及用户认可度提升、学习中心持续扩张推动；本季度续班率维持 80%以上。截至期末，公司在中国大陆 44 个城市及部分海外市场运营超过 600 个学习中心，并继续在已有城市加密网点，为暑期旺季进行产能准备。

图表12：好未来营业总收入与归母净利润



图表13：好未来销售毛利率与归母净利率



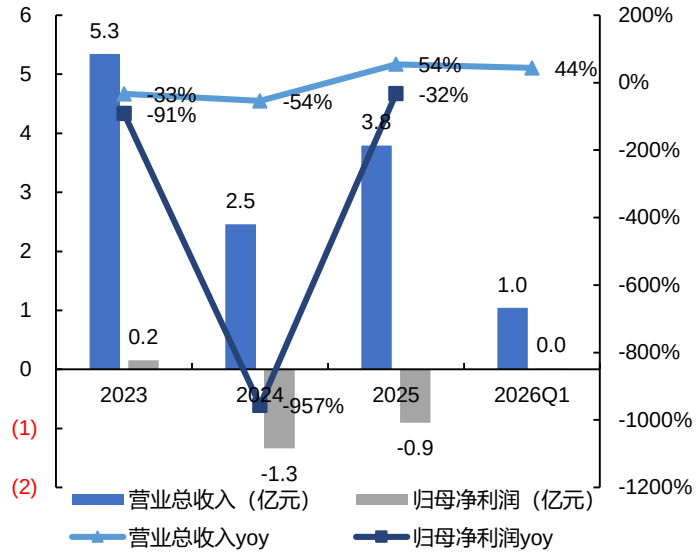
来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

2.3 传智教育：短训需求逐步回暖，学历教育协同推动扭亏

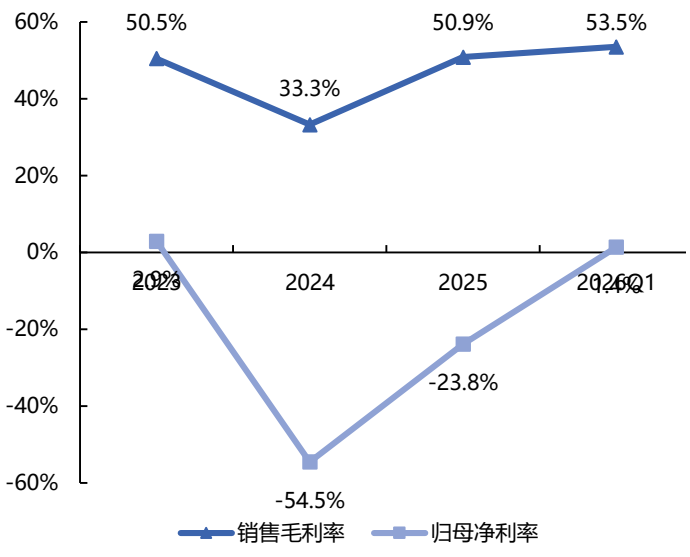
2026H1 业绩预告显示归母与扣非口径均有望扭亏。公司预计 2026H1 归母净利润 2,800 万—4,000 万元，上年同期亏损 720 万元；预计扣非归母净利润 2,100 万—3,100 万元，上年同期亏损 1,081 万元。改善主要系短期培训招生人数增长、职业培训需求回暖及学历教育招生规模扩大。

图表14：传智教育营业总收入与归母净利润



来源：iFinD，国金证券研究所

图表15：传智教育销售毛利率与归母净利率



来源：iFinD，国金证券研究所

2.4 行动教育：业绩延续较快增长，AI 应用打开成长空间

2026H1 公司实现营业收入 4.28 亿元/+24.44%，归母净利润 1.72 亿元/+30.67%，扣非归母净利润 1.50 亿元/+24.93%；单 26Q2 实现营业收入 2.55 亿元/+19.38%，归母净利润 1.33 亿元/+28.59%，扣非归母净利润 1.13 亿元/+16.23%。公司拟每 10 股派发现金红利 12 元，合计派现 1.43 亿元，分红率 83.02%。

经营效率持续提升。26H1 公司毛利率 78.86%/+1.37pct，销售/管理/研发费用率分别为 24.36%/12.11%/3.15%，同比分别-0.14/-0.28/-0.11pct；归母净利率 40.12%/+1.91pct。

26Q2 毛利率 80.45%/+0.68pct，销售/管理/研发费用率分别为 19.58%/8.25%/2.92%，同比-0.25/-0.14/+0.24pct。

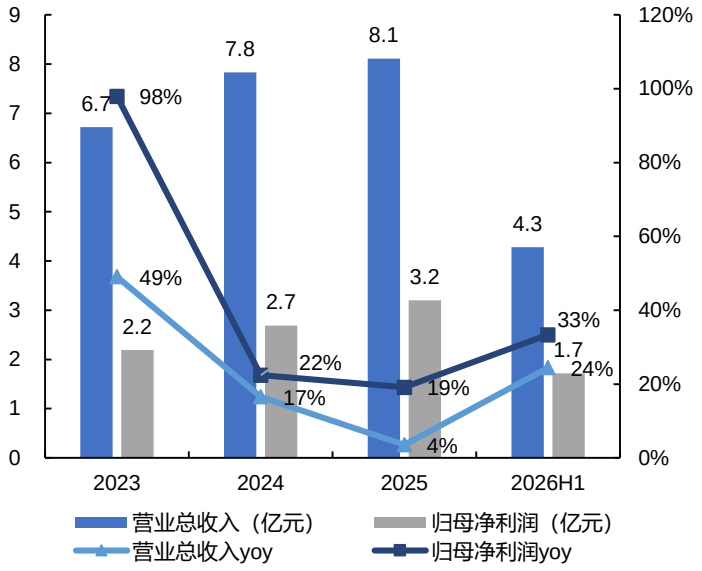
订单收款与合同负债持续增长。“五星校长”战略及 AI 赋能提升产品和服务竞争力，带动销售订单收款和报课人数同比增长。核心产品《校长 EMBA》报读人数创半年度历史纪录，课程报到率维持高位。分业务看，26H1 管理培训实现收入 3.43 亿元；管理咨询实现收入 0.80 亿元，两大核心业务共同支撑收入增长。期末合同负债 12.48 亿元，同比+17.82%、环比 Q1 末+2.07%。

AI 战略由内部赋能走向产品化。公司锚定“成为世界级 AI 商学平台”的发展愿景，将 2026 年定位为 AI 战略从概念落地至实质价值创造的关键元年：一方面推动 AI 课程、咨询及工具服务实现收入突破，培育新的业务增长点；另一方面推进 AI 型组织建设并完善对外赋能体系，实现内部组织升级与外部能力输出。

2026 年 7 月《AI 组织》首期开课，公司同步推出“AI 锁单大师”“AI 案例大师”“AI 伴读大师”三大智能体，将 AI 融入营销、案例沉淀及课程伴读等核心业务场景。

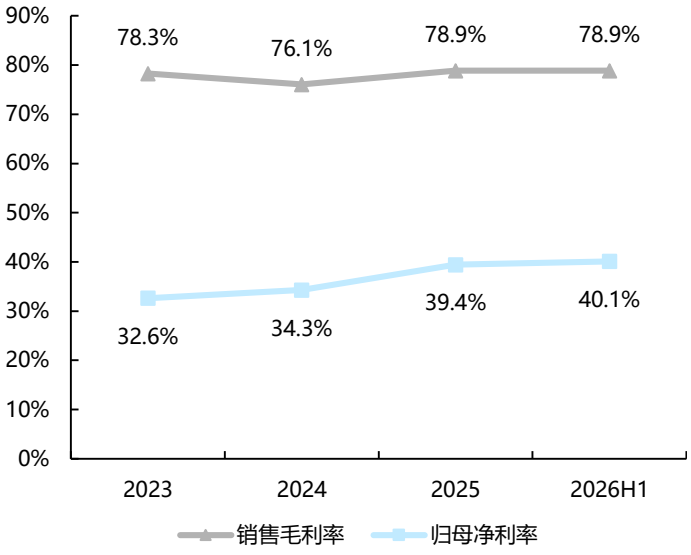
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

图表16：行动教育营业总收入与归母净利润



来源：iFinD，国金证券研究所

图表17：行动教育销售毛利率与归母净利率



来源：iFinD，国金证券研究所

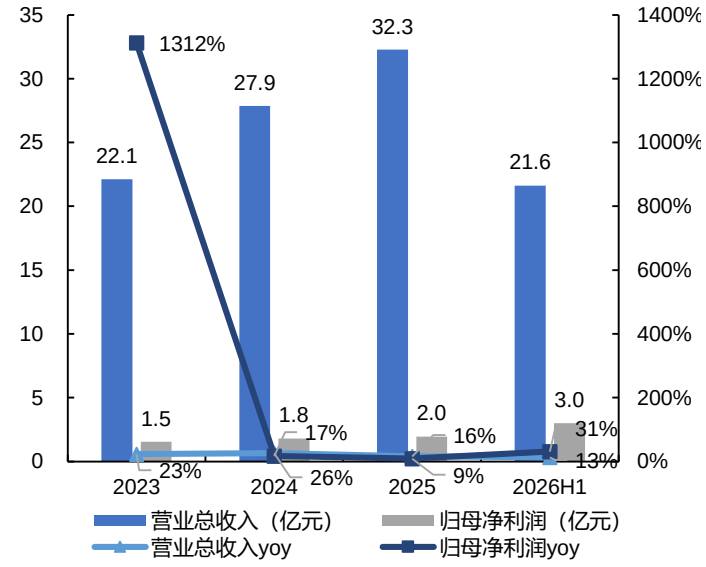
2.5 学大教育：旺季经营杠杆加速释放，扣非业绩表现亮眼

Q2 收入增速环比提升。2026H1 公司实现营业收入 21.63 亿元/+12.87%，归母净利润 3.01 亿元/+30.85%，扣非归母净利润 3.03 亿元/+43.37%；其中 26Q2 实现收入 12.12 亿元/+15.18%，归母净利润 2.10 亿元/+34.61%，扣非归母净利润 2.17 亿元/+42.38%。Q2 收入增速较 Q1 的 10.06%明显提速，同时利润增速持续快于收入，归母净利率同比提升 2.50pct 至 17.32%。

毛利率提升叠加费用率优化，盈利能力持续改善。2026H1 毛利率同比提升 1.16pct 至 37.46%，销售、管理、研发及财务费用率分别同比下降 0.38/1.53/0.15/0.12pct。

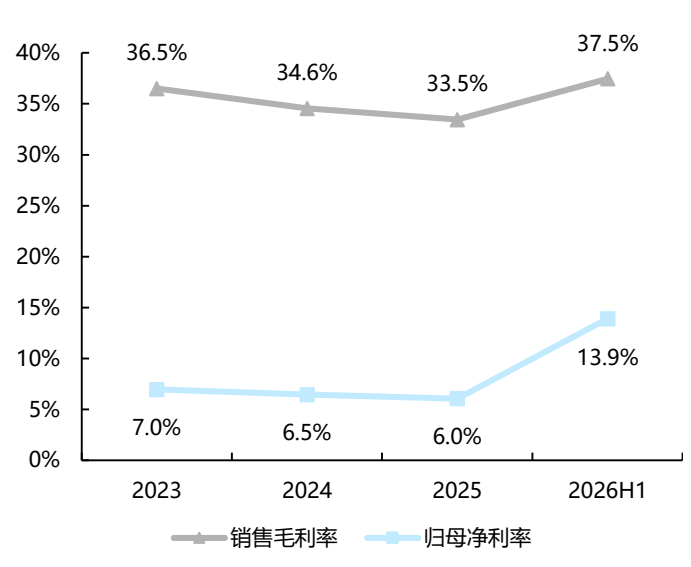
教育培训主业保持稳健增长，全日制业务延续扩张。2026H1 教育培训服务收入 20.91 亿元，同比增长 13.11%，占公司收入 96.67%。全日制招生人数同比增长 17%，在校生规模同比增长 12%；公司新建长春高新超达全日制学校，并升级郑州、深圳城院、银川 3 家全日制基地。分区域看，东部地区收入同比增长 18.05%，中部同比增长 12.31%，西部同比增长 2.88。

图表18：学大教育营业总收入与归母净利润



来源：iFinD，国金证券研究所

图表19：学大教育销售毛利率与归母净利



来源：iFinD，国金证券研究所

三、AI 浪潮已至：产品创新与效率提升打开成长空间

3.1 从替代教师到增强教师，AI 冲击担忧持续缓解

生成式 AI 快速发展初期，市场一度担忧智能答疑、AI 教师和大模型将直接替代真人教师，从而压缩传统培训机构的长期价值。但教育效果不仅取决于答案是否正确，还取决于教学设计、过程监督、情绪激励、互动反馈和学习习惯培养。K12 与职业技能培训尤其如此。

从教师和学生的观点看，师生均更倾向于将 AI 视为教学辅助和效率提升工具，而非教师岗位的直接替代者。2024 年 12 月，Chan 与 Tsi 采用文献综述与问卷调查相结合的方法，对香港 8 所高校 399 名学生及 184 名教师展开调查。调查结果显示学生对生成式 AI 的接受度整体高于教师，尤其认可其 24 小时可用、提供新观点、辅助写作和课程指导等功能；其中 AI 全天候可用性的学生评分达到 4.13，为所有项目最高。但教师对 AI 替代复杂教学功能更加谨慎，并更担忧其对团队合作、问题解决和领导力等通用能力培养的潜在负面影响。值得注意的是，对于'AI 未来将替代教师'，学生和教师评分分别仅为 2.02 和 2.03，且两组不存在显著差异。

图表20：师生对生成式 AI 教学价值与教师替代风险的认知差异

序号	调查题目	学生 n	学生均值（SD）	教师 n	教师均值（SD）	均值差	t 值（df）	p 值
1	我设想未来会将 ChatGPT 等生成式 AI 技术融入我的教学或学习实践中。	382	3.86（1.01）	139	3.61（1.18）	0.25	2.24（215.11）	0.03
2	ChatGPT 等生成式 AI 技术能够像人类教师一样有效地为课程学习提供指导。	389	3.08（1.14）	144	2.67（1.13）	0.40	3.64（531.00）	<0.001*
3	我认为 ChatGPT 等生成式 AI 技术能够提升我/学生的整体学业表现。	371	3.47（0.98）	138	3.29（1.12）	0.18	1.79（507.00）	0.07
4	我认为 ChatGPT 等生成式 AI 技术能够帮助我/学生提升写作能力。	384	3.32（1.16）	143	3.01（1.27）	0.30	2.58（525.00）	0.01*
5	我认为 ChatGPT 等 AI 技术能够为我/学生提供一些自己原本未想到的独特见解和视角。	387	3.74（1.08）	141	3.47（1.08）	0.27	2.53（526.00）	0.01*
6	我认为 ChatGPT 等 AI 技术是很好的工具，因为其可以全天候 24 小时使用。	392	4.13（0.83）	148	3.69（1.07）	0.44	4.48（216.75）	<0.001*
7	我/学生可以向 ChatGPT 等生成式 AI 提出一些原本不会向教师提出的问题。	387	3.39（1.09）	142	3.73（0.88）	-0.34	-3.70（308.97）	<0.001*
8	ChatGPT 等生成式 AI 技术会妨碍我/学生发展团队合作、问题解决、领导力等通用或可迁移能力。	385	3.10（1.23）	140	3.48（1.24）	-0.38	-3.09（523.00）	0.00*
9	教师目前已经能够准确识别学生在完成作业时是否部分使用了生成式 AI 技术。	353	2.54（1.10）	135	2.20（1.13）	0.34	3.07（486.00）	0.00*
10	ChatGPT 等 AI 技术未来将会取代教师。	397	2.02（0.92）	144	2.03（0.95）	-0.01	-0.06（539.00）	0.96
11	如果有一个由个性化 AI 导师辅助的完全在线学位项目，我/学生应该愿意通过这种方式攻读学位。	379	2.70（1.27）	137	2.84（1.22）	-0.14	-1.14（514.00）	0.26

来源：Chan, C. K. Y., & Tsi, L. H. Y. (2024), *Will generative AI replace teachers in higher education? A study of teacher and student perceptions*, Studies in Educational Evaluation, 83, 101395.，国金证券研究所

2026 年后，AI 渗透率持续提升，并未同步推高教师岗位替代预期。Digital Education Council 于 2026 年 2 月发布

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

的拉美高等教育 AI 调查覆盖 29 所高校、超过 3 万名师生。调查显示，92%的学生和 79%的教师已在学习或教学中使用 AI，AI 已从早期尝试逐步进入高校日常教学场景；同时，94%的教师预计未来将在教学中使用 AI，76%的教师认为 AI 将对教学方式产生显著或变革性影响。但从岗位替代预期看，仅 12%的教师认为 AI 会对自身角色构成威胁。

AI 对教师岗位的影响更多体现为效率提升。Gallup 与 Walton Family Foundation 于 2025 年 3—4 月对 2,232 名美国公立 K12 教师开展调查，60%的教师在当学年曾使用 AI 辅助工作，其中 32%至少每周使用。高频用户平均每周节省约 5.9 小时，月度用户约节省 2.9 小时；按学年折算，高频用户释放的工作时间约相当于 6 周，显示 AI 已开始形成较为显著的教师人效提升。此外，学校层面的制度建设有望进一步推动 AI 渗透，有明确 AI 使用政策学校的教师使用率达到 70%，高于无相关政策学校的 60%。

图表21：AI 显著提升教师工作效率



来源：Gallup，国金证券研究所

图表22：AI 每周可为教师节省约 6 小时工作时间



来源：Gallup，国金证券研究所

3.2 AI 重塑职业教育，技能迭代催生新培训需求

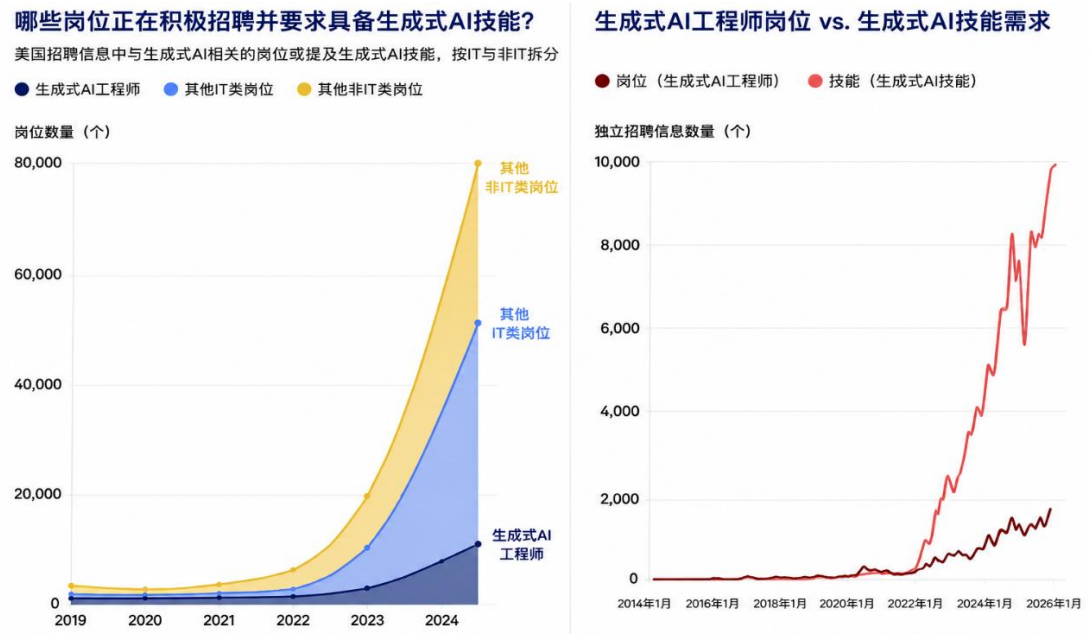
生成式 AI 正在改变软件开发、视觉设计、数字营销和内容制作等岗位的工作流程。单纯教授某一款软件或某一类基础操作的课程价值可能下降；与此同时，企业对 AI+专业技能的复合型人才需求上升，目标转向能利用 AI 完成真实工作任务。

全球 AI 人才需求持续高景气。PwC《2026 Global AI Jobs Barometer》基于全球六大洲超过 10 亿条招聘信息发现，要求明确 AI 技能的岗位增长 69%，而整体招聘市场仅增长 9%，AI 技能对应的平均工资溢价达到 62%。Stanford AI Index 2025 援引 Lightcast 招聘数据指出，2024 年美国明确要求生成式 AI 技能的招聘岗位达到 66,635 个，同比+323%；其中，大语言模型相关岗位由 4,956 个增至 19,562 个，Prompt Engineering 由 1,393 个增至 6,263 个，分别同比+295%和+350%，显示企业对 LLM 应用能力的需求快速扩张。

进入 2025 年后，岗位需求进一步由使用 AI 向部署 AI 演进。Stanford AI Index 2026 显示，美国招聘信息中 AI 技能渗透率升至 2.5%，同比提升 55%；其中 Agentic AI 相关技能招聘占比由 2024 年的 0.06%升至 2025 年的 0.23%，同比增长超过 280%，对应约 9 万个招聘岗位。与此同时，岗位技能结构开始更强调系统部署、规模化运行和工作流管理，反映 AI 应用正在由模型调用和工具使用进入智能体及工程化落地阶段。

生成式 AI 技能需求正同时在 IT 与非 IT 岗位中加速渗透。Lightcast 数据显示，明确要求生成式 AI 技能的招聘数量由 2021 年 1 月仅 55 个增至 2025 年 5 月接近 1 万个，企业对 AI 应用能力的需求快速扩张。IT 岗位中，AI 技能已由早期集中于 Data Scientist、Machine Learning Engineer 等算法岗位，进一步延伸至软件开发、解决方案架构、企业架构等更广泛的技术岗位，2022—2024 年传统 IT 岗位中要求生成式 AI 技能的招聘数量增长约 35 倍。与此同时，AI 技能需求也在加速突破技术岗位边界，向 Product Manager 等产品及业务职能扩散。

图表23：生成式AI技能需求加速向非IT岗位渗透



来源：Lightcast，国金证券研究所

传智教育较早切入AI培训，2016年即布局人工智能学科，2024年进一步提出职业培训"全面拥抱AI"战略。2025年，公司对Java、大数据、测试、运维、设计等传统IT课程进行系统性AI升级，形成AI智能应用开发、AI大模型、AI大数据、AI嵌入式+机器人、AI测试、AI运维及AIGC应用等课程矩阵。目前公司主要通过"黑马程序员"线下培训及"博学谷"线上平台开展业务，截至2025年末线下教学中心覆盖北京、上海、广州、深圳等主要城市，累计培养数字化及AI人才超过35万人。

传统IT课程全面AI化，培训重点由"掌握编程语言"向"AI+企业应用"迁移。公司在Java、大数据、Python、嵌入式等成熟学科中持续加入大模型、Agent及AI辅助开发能力。其中AI大模型课程覆盖机器学习、NLP、大语言模型及多模态模型，并与科大讯飞、阿里云、智谱等企业共建课程；AI大数据将AI编程、Agent嵌入数据开发流程；AI嵌入式+机器人则进一步覆盖ROS/ROS2、SLAM、机械臂控制及多模态交互。

图表24：传智教育已形成覆盖AI开发与AI应用的多元课程矩阵

课程名称	课程内容概括
AI智能应用开发（Java）	Java全栈开发与AI融合，覆盖大模型基础、AI应用开发及智能系统架构，培养AI+Java复合型开发人才。
AI鸿蒙开发	覆盖ArkTS、鸿蒙原生/混合开发、物联网及多端部署，引入大模型和AI编程工具，提升鸿蒙应用开发效率。
AI大模型开发（Python）	覆盖机器学习、深度学习、NLP、大语言模型及多模态模型，并结合企业级大模型项目进行实战。
AI大数据开发	覆盖Python、数仓、Spark及实时计算，并将AI编程、SQL优化和Agent融入数据开发及分析流程。
AI嵌入式+机器人开发	覆盖ROS/ROS2、嵌入式开发、传感器融合、SLAM、路径规划及机械臂控制，结合大模型与多模态交互。
AI测试	覆盖功能、接口、自动化、性能及大模型测试，引入智能体测试、大模型评测及AI辅助自动化测试。
AI运维	聚焦"AI+信创+云原生"，覆盖Linux、Docker、Kubernetes及AI算力基础设施、大模型部署与GPU运维。
AI视频创作与直播运营	覆盖AIGC内容创作、短视频拍摄剪辑、平台运营、直播带货、投流及数据分析等内容。
AI设计	将AIGC与电商视觉、品牌设计、三维建模及短视频结合，培养智能化视觉设计人才。
架构师	覆盖分布式、微服务、中间件、性能优化、云服务及架构设计，提升复杂业务系统架构能力。
跨境电商	围绕TikTok店铺运营，覆盖选品、上架、素材优化、广告投放、营销及售后等全流程。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

来源：公司公告，国金证券研究所

双品牌进一步打开非程序员 AI 培训市场。2026 年 5 月，公司推出“传智 AI”子品牌，与黑马程序员形成差异化定位：黑马程序员聚焦 AI 开发人才，传智 AI 则面向设计、电商、新媒体及一般职场人群培养 AI 应用人才。

图表25：传智 AI 专攻非程序员 AI 培训市场



来源：传智教育，国金证券研究所

2026 年 6 月，公司新品发布会进一步推出 AI 视频与短剧创作、AI 视觉设计、AIGC 训练营等应用型产品，同时升级 AI 大模型、AI 应用与智能体开发、AI 测试及 AI 运维等开发课程。应用类课程周期缩短至约 2—3 个月，相较传统 4—6 个月就业班进一步降低学习门槛，有望扩大在校生、在职人群及非 IT 用户覆盖。

图表26：传智教育 AIGC 创作训练营、AIGC 漫剧特训营产品



来源：传智教育，国金证券研究所

具身智能成为 2026 年新增重点方向，课程与机器人硬件同步落地。2026 年 7 月 28 日，传智教育发布完整具身智能人才培养方案，并推出 GenkiArm 桌面机械臂、SLAM 自主导航小车、OpenDuck 双足机器人、OpenArm 双臂遥操作机器人、四足机器狗及 Transformer 全尺寸人形机器人 6 款分层教学硬件，覆盖机械臂控制、SLAM 导航、双足平衡、遥操作与模仿学习、四足运动控制及人形机器人全栈开发等能力。硬件均基于开源项目进行教学化改造，可开放底层代码及硬件结构用于二次开发，适配课堂教学、竞赛及科研等场景。

公司已在短训端推出“AI 具身智能机器人开发”学科，首期课程计划于 2026 年 10 月开班；学历教育端，旗下大同数科院自 2026 年起布局具身智能相关专业。同时，公司将课程体系、二次开发教学硬件、师资培训及开源成果沉淀打包形成一体化方案，覆盖本科、高职及职业技能培训场景，具身智能有望成为继传统 IT 及大模型应用培训之后新的课程扩张方向。

图表27：传智教育具身智能硬件产品



来源：传智教育，国金证券研究所

3.3 K12 产品 AI 升级加速，个性化教育走向规模化

K12 天然适合形成数据闭环。K12 学生每天产生大量作业、测评、课堂表现与互动数据，不同学生的知识薄弱点和学习节奏又存在显著差异。大模型结合知识图谱和长期学习数据后，可以把过去主要依靠教师经验完成的'诊断—练习—反馈—再检测'进一步产品化，提高个性化教学的覆盖范围。

K12 的高敏感属性也意味着正确率、安全性、内容适龄性与家长信任构成更高门槛。相比通用聊天工具，教育公司的优势在于教材体系、题库、知识点图谱、错因标签、真实教学反馈和人工兜底。从产业趋势看，硬件、内容与线下服务将逐步融合。学习设备提供稳定的家庭入口，数字内容提供高频使用场景，线下教师承担复杂讲解和激励。未来竞争可能不再是单一学习机、线上课或线下班，而是围绕学生长期学习档案形成多触点服务。

好未来：从 AI 学习工具走向"AI 家教"，依托内容与数据积累探索规模化个性化学习。好未来的 K12 AI 布局已逐步形成"底层模型—内容与知识图谱—AI 学习系统—智能硬件"的完整链条。技术底层方面，公司自 2017 年成立 AI Lab，2023 年推出首批通过备案的教育垂类大模型"九章大模型"，并于 2025 年进一步接入 DeepSeek，形成"九章+DeepSeek"双模型架构：九章侧重教育场景下的解题、批改及步骤级知识图谱，通用推理模型强化自然语言理解、多模态交互和复杂推理，再结合公司长期积累的题库、课程、试卷及学生学习数据，降低通用模型在 K12 场景中正确率、适龄性及教学逻辑方面的不足。

产品形态由"搜题、批改"等单点工具，进一步升级至覆盖诊断、规划、教学和反馈的 AI 学习闭环。 2025 年学而思重新划分 P、S、T 三大学习机系列，并推出"小思 AI 1 对 1"和"精准学 3.0"。其中"小思 AI 1 对 1"可以识别纸面笔迹和学生语言，通过连续对话进行分步骤讲解，而非直接输出答案；"精准学 3.0"则将学情数据与知识图谱打通，通过"过滤学""过滤练"识别重点知识及关键题目。目前学习机内置课程总量约 1,600 万分钟，并积累 16 亿级题库，同时搭载作文批改、口语练习、作业批改等 60 余项 AI 工具。

图表28：小思 AI 1 对 1 可以分步骤、主动引导学生学习



来源：好未来，国金证券研究所

2026 年公司推出新一代 T6 系列，并将"培优 AI 家教"作为核心升级方向，依托历史学情、作业及测评数据，对学生知

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

识薄弱点进行持续诊断，并据此生成个性化学习路径。

学习设备用户规模扩张，高活跃度验证家庭学习入口价值。FY2026 好未来学习内容解决方案收入由 7.15 亿美元增至 10.62 亿美元，同比增长 48.4%，增长主要由学习设备及融合数字学习体验的图书销量提升驱动。FY2027Q1，学习设备收入继续同比增长。我们认为，后续设备持续沉淀错题、知识掌握及学习行为数据，并反馈至诊断和内容推荐，有望进一步提升个性化教学的规模化能力。

新东方以"OMO+AI"推动 K12 教学全流程升级。公司依托全国线下教学网络、教师资源和 OMO 系统，将 AI 同时嵌入学生学习、教师教学和校区运营。

OMO 系统构成新东方线上线下一体化教学及 AI 应用的核心基础设施。公司于 2014 年推出 OMO(Online-Merge-Offline)系统，最初作为标准化数字课堂系统，用于将线下教材和教学资源数字化，此后伴随技术能力提升，逐步升级为深度嵌入教育服务和运营的线上线下一体化教学平台。学生端，OMO 基于学习行为和学习表现数据提供自适应互动课件、个性化内容推送及课程推荐，并向家长实时反馈学习情况；教师端，系统将线上及线下课程备课流程标准化、结构化，并可依托公司长期积累的教学数据库自动生成并调整适配不同班级需求的教学材料。

根据 FY2025 年报，AI 进一步推动 OMO 由数字化教学平台向智能化教学与运营底座升级。公司将开源大模型与自有 AI 技术结合，向教学、教师支持及内部运营等环节持续渗透。在教学端，AI 已支持一键生成教案和练习、实时课堂表现评估、学习问题识别及教学策略优化；在教师和运营端，AI 可通过语音识别完成课堂质检、自动生成逐字稿和字幕，并对家校沟通信息进行汇总分析和自动生成报告。

AI 原生产品进一步从"个性化练习"向完整教学过程延伸。2025 年 6 月，新东方发布首款面向消费者的原创 AI 教育产品"新东方 AI 1 对 1"，首期推出面向青少年的"S 体系原版营"，并于 7 月 2 日在"新东方一点一看"APP 上线。课程采用国家地理《LOOK 看世界》及《TH!NK 外研思辨》等英语内容，在新东方既有师资和课程体系基础上引入 AI 老师，进一步强化一对一、高频和动态互动。

智能学习系统由数字化学习工具逐步升级为个性化学习平台。公司于 2021 年推出智能学习系统及设备，此后逐步形成以智慧学习机为主要载体的产品体系。2022 年，新东方智慧学习机正式推出，将公司长期积累的教学内容与 AI 能力结合，为学生提供个性化学习服。AI 升级进一步提升学习机的个性化和交互能力。2025 年，新东方推出新一代 AI 驱动智能学习设备及智慧学习解决方案，具备 AI 学情诊断、自适应学习、个性化内容推送及智能批改等功能，并将学前测评、学中引导和学后诊断贯穿学习过程。FY2026Q4，公司智能学习系统及设备覆盖约 60 个城市，活跃付费用户约 32.6 万人。

投资建议

教育行业经历"双减"后的供给出清与业务重构，当前政策环境趋于稳定，头部机构线下产能持续恢复，经营效率改善，板块基本面进入修复阶段。

中长期看，K12 行业仍受益于需求韧性、供给格局优化及产品升级，AI 有望进一步提升教学效率并拓展个性化学习场景；职业教育则受益于就业培训政策支持及 AI 等新技术带来的技能迭代需求，行业成长空间有望逐步打开。

相关标的方面，K12 及教育服务领域关注新东方、好未来、学大教育、卓越教育；职业教育领域关注传智教育、行动教育、中国东方教育。

图表29：行业重点上市公司估值表

代码	名称	股价	EPS			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
3978.HK	卓越教育集团	2.93	0.41	0.47	0.54	7.21	6.25	5.41
0667.HK	中国东方教育	4.05	0.43	0.51	0.6	9.41	7.86	6.71
000526.SZ	学大教育	35.22	2.67	3.23	3.79	13.21	10.91	9.3
605098.SH	行动教育	56.55	3.39	4.01	4.69	16.69	14.12	12.07
003032.SZ	传智教育	10.44	0.14	0.25	0.48	72.45	41.59	21.66

时间截至 2026 年 8 月 28 日收盘，卓越教育集团、中国东方教育股价单位为港元，EPS 单位均为人民币元

来源： ，国金证券研究所（上述均为 一致预期）

风险提示

政策变化：教育行业仍受政策影响较大，若后续监管发生变化，可能对业务开展和扩张节奏带来影响。

招生不及预期：若培训需求恢复偏弱，或居民教育支出意愿下降，可能影响招生和收入增长。

AI 业务落地不及预期：AI 产品仍处于持续迭代阶段，实际使用效果和商业化进展存在不确定性。

竞争加剧：头部机构扩张提速后，局部市场竞争可能加剧，并对获客和盈利水平形成压力。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、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。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。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。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net