

传媒行业深度研究报告

摇摆中前进——日韩教育改革启示

- **为何要研究日韩经验？人口结构、教育制度、文化习俗上均高度相似。**日韩两国在战后都经历了婴儿潮，同时也都比中国更早地面临了“少子化”的挑战。此外，东亚三国同样深受儒家文化影响，相比于其他国家，更倾向于将资源向教育倾斜，同样具有深厚的补习文化传统。在教育制度上，日韩两国的学制均为“六三三四”，义务教育阶段均为小学+初中的九年义务教育。因此，研究日韩两国教育政策的演变和其对于教培行业的影响有着重要的意义。
- **日韩教育政策演变：在公平与自由、理想和现实的摇摆中曲折前进。**为更好的实现教育公平，两国政府分别从教学内容、教学资源、考核方式等多个角度对教育政策进行了调整。在20世纪70年代末两国分别开始进行“宽松教育改革”和“高中平等化改革”。但从结果看，对两国改革政策的评价均是毁誉参半。其教育政策始终保持着摇摆，平等化与精英化、教育理想（素质教育）和社会现实（应试选拔）之间很难取得完美的平衡，日本在减负之后重新开始增负，韩国在平等化和精英化之间则反复变化，教育政策始终在“进三退二”中曲折中前进。
- **日本的经验告诉我们：减少校内授课的内容和降低校内教育的难度不会降低课外辅导的需求。**日本出于对“填鸭式教学”的反思和降低学生学习负担的考虑推行了“宽松教育”的政策，校内教学的内容数量、授课时间、教学和考核难度都有所下降。但校内学习的“宽松”带来的却是校外培训的爆发，日本学生的参培率和课外辅导机构学习塾的数量都在推行“宽松教育”的二十年间迅速增长。究其原因，课外辅导需求并非是学习内容的多与难，而是名校教育资源的相对稀缺，校内教育的宽松和升学的压力越不对称，就越将更多的学生推向课外补习。
- **从韩国经验看：改变选拔方式和增加高等教育供给并不会给辅导热降温。**无论是对于各高中实力上的平衡还是进一步扩大高等教育供给实现高等教育的大众化，均未能降低韩国民众对于课外补习的需求，韩国学生的课外补习率在改革期间从20%+上升到70%以上。而直接出台政策禁止课外辅导也只是短暂压制了需求，并将大量学生推到更难监管的私人教育市场。进一步加深了韩国教育的阶级化差异，“去培训”和“高考加入素质教育”不但未能减轻学生学习负担，甚至加重了家长的经济压力，更严重地破坏教育公平。
- **可行的方向：加大校内教育和放学后公益教育产品供给。**日韩两国的教育政策改革过程表明，办学体制改革需以需求者也就是家长和学生的核心需求为中心。在早期的“放学后学校”体制改革中，政府初衷是想要全方面发展学生素质，将学生从沉重的学习负担中解脱出来，却忽略了其面临的升学压力，在学生普遍补习且校内质量不足却有需求的情况下，强推素质教育必然会遭到抵触。而改革后的政策满足了“学生个性化学习需求”、“家长释放焦虑需求”、“家长托管需求”，有效地减少了教育的差距、降低了学生家长的负担，经验值得我国借鉴和学习。
- **我们认为未来我国教育政策将秉持“加强校内教育竞争力、着重培养学生综合素质、完善职业教育体系”的宗旨进行改革。**围绕放学后课后服务、课堂教学信息化、素质教育、职业教育的投资机会值得关注。
- **风险提示：政策变化超预期；人口变化速度超预期；行业渗透率不达预期。**

推荐（维持）

华创证券研究所

证券分析师：刘欣

邮箱：liuxin3@hcyjs.com

执业编号：S0360521010001

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	172	4.28
总市值(亿元)	17,308.2	2.08
流通市值(亿元)	13,262.87	2.08

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现		-8.73	-11.4
相对表现	0.0	-10.25	-36.4



相关研究报告

《教育双周报(20210607-20210620)：政策传言四起，各省对K12教培出台了什么政策？》
2021-06-20



投资主题

报告亮点

本报告系统梳理了日韩两国的教育政策改革情况及其对于课外辅导行业的影响，为中国的教培行业未来的发展寻找道路。通过对于日韩两国课外辅导行业发展的复盘，我们认为通过禁止课外培训、改变高考模式、降低教学难度或不能彻底解决目前的学生课业压力和家长教育成本压力问题，更有效的方式是增强校内教育的竞争力和政府增加低价且高质量的放学后教育产品供给。而进一步完善和加强适合我国国情的职业教育体系，为学生提供除高考外更多有效“出口”，也是另一条还在探索的道路。

投资逻辑

通过对于日韩教育政策演变的复盘和其课外辅导行业的分析，我们认为课外辅导需求难以削弱，但其行业形式可能发生变化。若采用严格的政策限制大型教培机构，这部分教育需求则可能被个人家教、地下机构所承接，长期看家长的教育成本反而会被推高。因此我们认为，未来我国教育政策将秉持“加强校内教育竞争力、着重培养学生综合素质、完善职业教育体系”的宗旨进行改革。现有教培机构一方面要向培养学生综合素质方向进行转型，一方面可以探索和政府、学校间的新合作方式，成为校内教育的有力补充，此外通过技术手段提升教学质量和教学效率的教育科技企业也值得关注。而另外一方面，为了从根本上缓解学生和家长压力，政府需要大力发展和完善职业教育体系，改善蓝领工人的收入和社会地位。职业教育的红利期正在到来，我们认为面向白领群体的职后培训赛道、面向蓝领的职业培训赛道、面向应届生的职业能力和招录培训赛道都有巨大的成长空间。



目 录

- 一、为什么要研究日、韩经验？人口结构、文化习俗、教育体系均具有相似性 5
- 二、日韩教育政策演变：相似的焦虑，摇摆的政策 6
 - （一）日本教育：由“宽松”到“去宽松” 6
 - 1、日本的“宽松教育” 6
 - 2、困境和转向，由“宽松”到“去宽松” 7
 - （二）韩国教育，寻找平等化和差异化间的平衡 9
 - 1、韩国教育：高等教育的普及化与高中教育的平准化 9
 - 2、平准时代落幕，精英教育抬头 11
- 三、从日、韩经验看，什么是产生课外辅导需求的核心要素？ 11
 - （一）从日本经验看：学的少、考的易不会减少校外培训的需求 11
 - 1、复盘历史，日本学习塾由“乱”到“治” 12
 - 2、日本经验的反思：“校内减负、校外增负”怪圈未破 13
 - （二）从韩国经验看：应试化的考核方式和一般高校资源的稀缺同样不是课外辅导需求的来源 17
 - （三）需求来自竞争，什么是真正“减负”的方式？ 19
 - （四）更难模仿的道路——德国的教育分流体制 21
- 四、风险提示 22



图表目录

图表 1	日本出生人口情况	5
图表 2	韩国出生人数	5
图表 3	中日韩三国教育体制比较	6
图表 4	“宽松教育”推进历程	7
图表 5	日本在全面实施“宽松教育后”PISA 成绩逐年下滑	8
图表 6	日本学生认为学习数学是快乐的学生比例	8
图表 7	日本学生认为学习理科是快乐的学生比例	8
图表 8	韩国教育政策演变	9
图表 9	韩国高等教育毛入学率情况和高考制度变迁	10
图表 10	韩国高考科目	10
图表 11	日本学习塾的此时的主要问题	13
图表 12	学习塾数量在宽松教育时期上涨最快	13
图表 13	日本小学生入塾率宽松教育前后变化情况	14
图表 14	日本中学生入塾率宽松教育前后变化情况	14
图表 15	学习塾在“宽松教育”时期发展迅速的原因	15
图表 16	日本各高中考入东京大学数量排名	16
图表 17	日本各学段参塾率情况	16
图表 18	韩国学生的参培率并未随着高考毛入学率的提高而降低	17
图表 19	韩国教育经费占比和补习费用占比情况	18
图表 20	课外补习合法化后补习机构数量	18
图表 21	韩国放学后学校政策演变	20
图表 22	韩国课外辅导参与度和放学后教育参与度情况	20

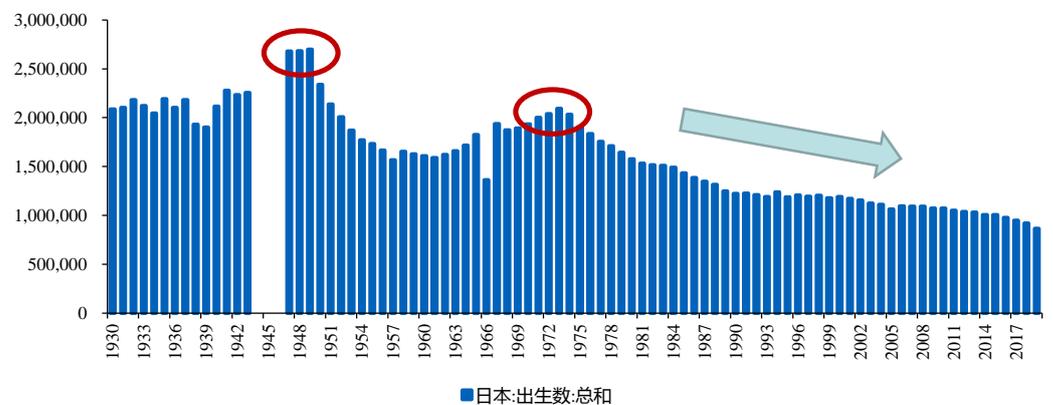


一、为什么要研究日、韩经验？人口结构、文化习俗、教育体系均具有相似性

日韩两国在战后都经历了婴儿潮，同时也都比中国更早的面临了“少子化”的挑战。此外，东亚三国同样深受儒家文化影响，相比于其他国家，更倾向于将资源向教育倾斜。在教育制度上，日韩两国的学制均为“六三三四”，义务教育阶段均为小学+初中的九年义务教育。因此，研究日韩两国在人口规模下降的趋势下的教育行业的发展演变对于我国教育未来的发展趋势有着重要的意义。

从人口结构变化上看，日本战后经历了两次婴儿潮。在战后，日本在 1947-1949 的三年间每年出生人口超过了 260 万，并连续 6 年出生人口在 200 万以上。而当第一代婴儿潮进入生育年龄后，日本在 1971-1974 年间迎来了第二次婴儿潮，连续四年出生人口超过 200 万。此后日本出生人口逐年下滑，也并未出现第三次婴儿潮。

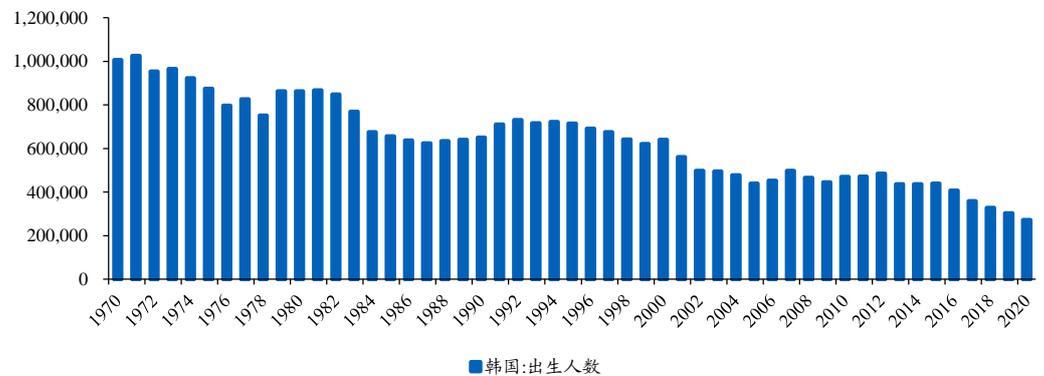
图表 1 日本出生人口情况



资料来源: Wind, 华创证券

在二战和朝鲜战争相继结束后，韩国政府为了鼓励生育推出了一系列政策，在 50 和 60 年代也出现了婴儿潮。此后 1970 年开始，韩国政府采取了控制人口政策，韩国人口也在 1970 年开始持续下降。2020 年韩国出生人口仅为 27 万人，总人口甚至出现负增长情况。

图表 2 韩国出生人数



资料来源: Wind, 华创证券

从学制上看，中日韩三国高度相似。三国均采用“六三三四”的教育体制，其中义务教育均为小学初中九年、中学阶段开始区分职业教育和一般教育、“高考”均为最重要的



升学考试。

图表 3 中日韩三国教育体制比较

日本教育体制	中国教育体制	韩国教育体制
高等教育 4年制本科	高等教育 普通本科	高等教育 普通本科
高等教育 高专/短期大学	高等教育 高等职业	高等教育 专科/函授/电大
中等教育 普通高中	中等教育 普通高中	中等教育 普通高中
中等教育 15-18岁 职业高中	中等教育 15-18岁 中职中专	中等教育 15-18岁 职业高中
中等教育 15-18岁 综合高中		
义务教育 12-14岁 初中	义务教育 12-14岁 初中	义务教育 12-14岁 初中
义务教育 6-12岁 小学	义务教育 6-12岁 小学	义务教育 6-12岁 小学
学前教育 3-6岁 幼儿园	学前教育 3-6岁 幼儿园	学前教育 3-6岁 幼儿园
学前教育 0-6岁 保育所	学前教育 0-2岁 托儿所	学前教育 0-2岁 日托中心

资料来源：出国留学网，华创证券整理

二、日韩教育政策演变：相似的焦虑，摇摆的政策

结论：无论是日本还是韩国，都与如今的中国一样，面临着中小学生学习负担重、中高考竞争压力大等问题。为更好的实现教育公平，两国政府分别从教学内容（日本“宽松教育”）、教学资源（韩国“高中平准化”、高等教育大众化）、考核方式（增加素质教育考核）等多个角度对教育政策进行了调整。但从结果看，对两国改革政策的评价毁誉参半。我们认为，“课外辅导热”、“升学压力大”等问题并不单纯是教育问题，其和经济、社会的发展是紧密相连的，单纯对于教育政策进行调整或许并不能完全缓解民众对于教育的焦虑，相比于对如何获得教育，人们或许更在意通过教育能够获得什么。此外，我们可以看到，无论是日本还是韩国，其教育政策始终保持着摇摆，平等化与精英化、综合素质与基础知识这几者之间很难取得完美的平衡，无论偏向于那一侧都将导致出现严重的问题，而后需要通过“矫枉过正”的方式进行纠偏，正如同日本在减负之后重新开始增负，韩国在高中平准化之后又开始提出培养精英人才，教育始终在“进三退二”的曲折中前进。

（一）日本教育：由“宽松”到“去宽松”

1、日本的“宽松教育”

上世纪 60、70 年代，日本采取的被称为“填鸭式教育”的教育体制引发了一系列“校园霸凌”、“校园暴力”乃至拒绝上学的校园和社会问题。为了应对和解决这些问题，加上彼时盛行的新自由主义思潮，日本开启了新自由主义教育改革浪潮，“宽松教育”



正是其中关键的一环。

图表 4 “宽松教育”推进历程

时间	政策
1972	教师工会提议实施“学校五日制”，打造宽松的学校
1977	修订《学习指导要领》，提出增设“特别活动课程”，削减课时数
1984	提出“教育个性化、公立教育民营化自由化”，将重视个性、终身学习、信息化、国际化作为教育发展重要着眼点
1989	修订《学习指导要领》，取消小学一二年级社会科和理科课程，倡导个性化教育。1992年9月开始每月第二周六变为休息日，95年开始每月第四个周六变为休息日
1998	修订《学习指导要领》，提出彻底实施“一周5日制”，削减小学与初中课时数和30%学习内容。新设：综合性学习时间“，引入”绝对评价法“，提倡自主学习、自主思考

资料来源：吴伟、赵健《日本“宽松教育”：历史脉络和理性审视》，华创证券

日本宽松教育的主要措施可以总结为“两减”、“两缩”和“一增”。在推行“宽松教育”政策期间，日本政府针对教学内容、教学时间等方面采取了一系列措施，总体而言可以总结为“两减”、“两缩”、“一增”。

两减：减少教学内容、降低教学难度。在此期间，日本政府一方面为了配合教学时间的缩减一方面也为了为新增的素质教育课程腾出时间，对于教学的内容和课程的难度都做出了调整。1998年修订的《学习指导要领》中减少了30%的教学内容，如小学阶段删掉了分数运算、原本初中阶段的交流电直流电等内容被放到了高中，此外还对教学难度进行了调整，如对于小学阶段圆周率的要求由原本的3.14改为3。

两缩：授课时间减少、单休变双休。主要是针对教学时间的减少。“宽松教育”实施后，日本初中三年的总教学时间由1977年的3535课时变为2940课时。此外，1992年开始中小学开始每月一次的周五制（即一周双休，原本为单休），在1995年扩大为两次，而在2003年周五制全面实施。

一增：增加了综合学习时间。在这期间，日本政府规定每周新增2-3课时的“综合学习时间”，综合学习时间是除学科教育之外的学习活动，并没有统一的教材和评价标准。

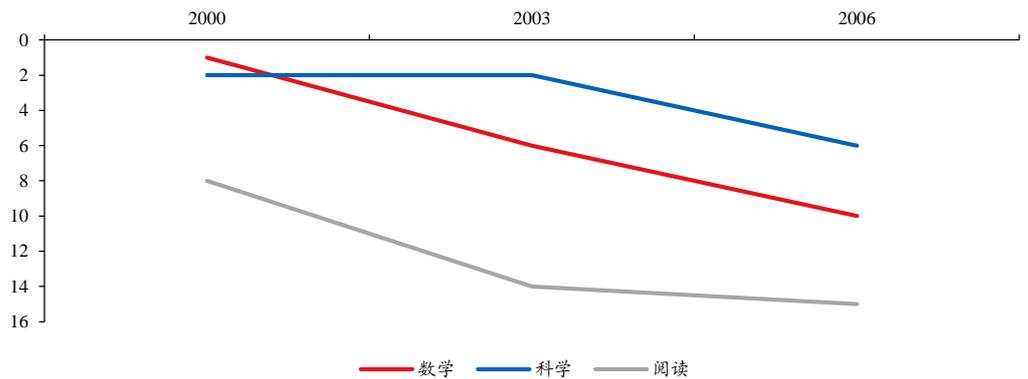
2、困境和转向，由“宽松”到“去宽松”

“宽松教育”的背后是对于人的培养目标的转变，即“学力观”的改变。在六七十年代，日本乃至整个教育学界更强调学科的结构化，采用螺旋式课程体系，使学生在反复学习中加深对于基础知识的理解，这一纲领也被称为“填鸭式教育”。而70年代末所提出的宽松教育其“对于学生的培养目标转向对于其独立思考能力的培养和学生的个性发展上，在学习方式上强调多样化的学习活动而非片面的书本知识学习。

“宽松教育”的结果：学力下降和学力差距变大。从结果看，“宽松教育”并没有取得理想的成果。首先是学力的下降，在两千年前后，分别有日本学者针对中小学生和大学生进行了学力测试，均得出了学力下降的结论。此外在PISA测试中，日本的数学、科学、阅读成绩也在2003、2006两年迅速下降。其次，有学者指出，由于“宽松教育”减少了校内教育的时间和难度，因此许多家长将孩子送到更加严格的私立学校和课外补习班中，公立和私立、不补习和补习，不同学生之前的学力差距在变大。



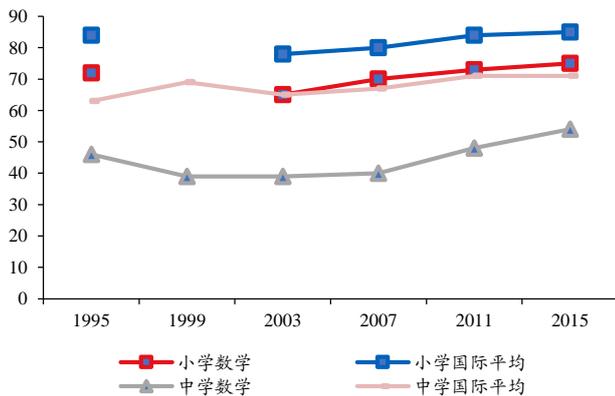
图表 5 日本在全面实施“宽松教育后”PISA 成绩逐年下滑



资料来源: PISA, 华创证券

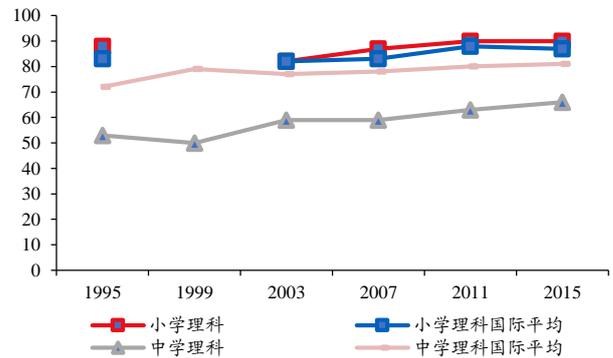
“宽松教育”也未能激发起学生的学习兴趣。在关于“填鸭式教育”方式的批判中，人们普遍认为这一相对死板的教育方式会大大降低学生的学习意愿和兴趣。但事实上，“宽松教育”的实施并未能改变学生学习的意愿。从日本国立教育政策研究所所做的统计来看，实施宽松教育阶段日本学生对于数学和理科的学习兴趣甚至出现了下降，并且在国际平均线之下；而在逐步去宽松化后这一比例反而有所升高。

图表 6 日本学生认为学习数学是快乐的学生比例



资料来源: 日本国立教育政策研究所, 华创证券

图表 7 日本学生认为学习理科是快乐的学生比例



资料来源: 日本国立教育政策研究所, 华创证券

由“宽松”到“去宽松”，日本教育的转向。由于社会各界对“宽松教育”引起的学力下降的批评，日本政府开始对教育政策进行调整，逐步进行“去宽松”。2005年新修订的教科书恢复了之前部分被取消的内容，而在2007年安倍政府宣布对《学习指导要领》进行修正，在新的版本中延长了教学课时，并减少了综合学习课程课时，同时教学内容和教学难度都有所增加。这代表着日本持续了30年的“宽松教育”政策正式走向终点。整体上看，虽然“宽松教育”缓和了当时的校园问题，但是校内教学的过度削减让家长、老师、学生无所适从，而作为培养学生综合素质的“综合学习课程”也并没有给出具体的指导意见和案例。政府想要通过给教育松绑的方式来培养学生更全面的综合素质却没有考虑到升学、就业的客观压力，也没有建立起可以替代考试的对实际能力的客观评价体系。教育系统内部的不平衡和与社会系统的“宽松教育”最后成为了口号。



（二） 韩国教育，寻找平等化和差异化间的平衡

1、 韩国教育：高等教育的普及化与高中教育的平准化

与中国和日本相比，韩国对于课外辅导和整个教育体系的改革更加系统。韩国对于课外辅导的系统性改革从 20 世纪 60 年代开始，韩国历届政府围绕 1) 均衡学校资源；2) 禁止非法课外补习；3) 提高主流学校教育质量；4) 降低家庭负担四个目的进行了多次改革。

图表 8 韩国教育政策演变

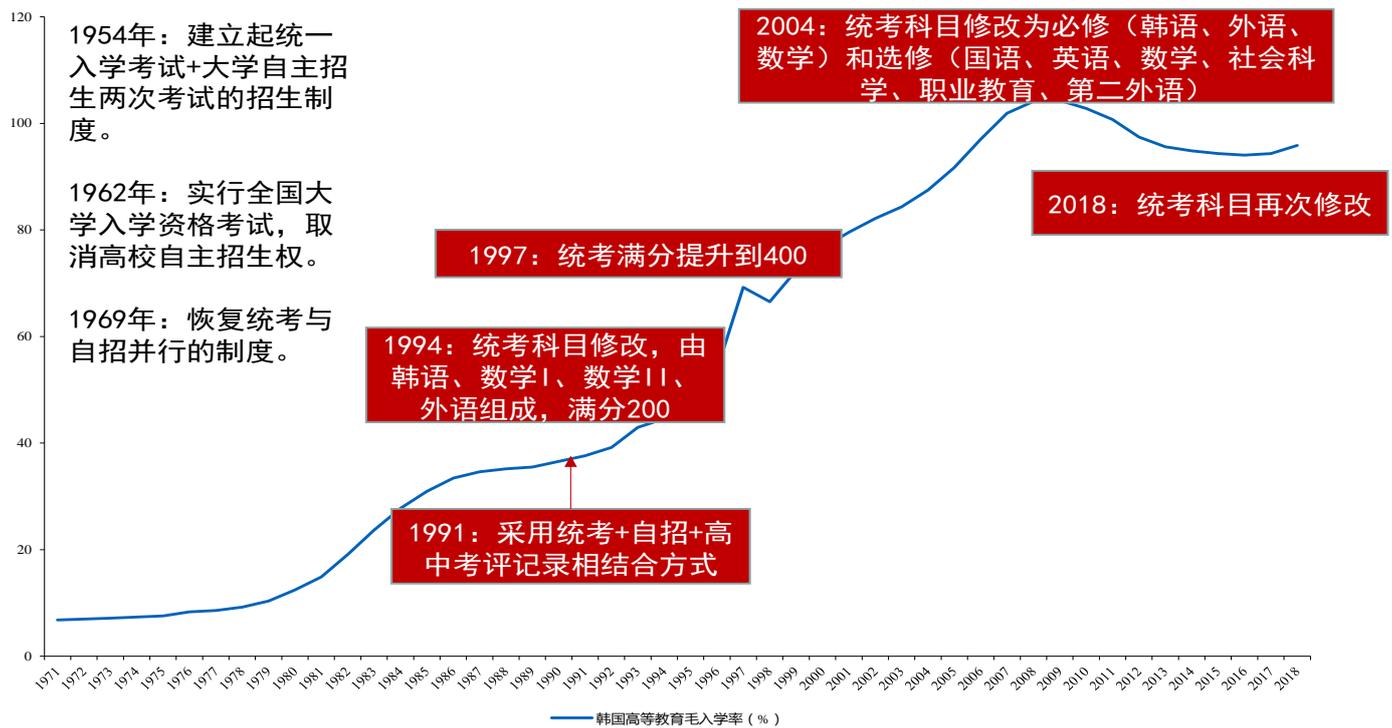
时间	政府	政策内容
1968 年	朴正熙政府	颁布《取消中学入学考试的政策》，并于 1969 年在首尔实施，次年在韩国其他主要城市实施
1973 年	朴正熙政府	"高中平准化“，取消高中入学考试，采取抽签派位。到 2003 年覆盖了全国 83% 高中生。
1980 年	全斗焕政府	《7.30 教育改革》：取消私立大学入学考试，禁止大学预科入学考试；增加了大学入学考试次数；官方提供低价课外补习；大学生、学校教师禁止提供有偿私人不惜；学校禁止开设学科类的补习课程
1985 年	全斗焕政府	允许各大学自主招生；允许私立高中自主招生
1995 年	金泳三政府	《5.31 教育改革计划》：提高主流学校办学质量，施行放学后项目计划
2004 年	卢武铉政府	1) 为家庭贫困的学生提供课外补习；2) 引进教师评价体系；3) 修订高中平准化政策，限制学生择校并丰富高中评价体系；4) 增加学生高中学习记录并促进大学招生标准多样化
2009 年	李明博政府	《提升公立学校竞争力以减少影子教育》：1) 增加学校办学自主权和丰富性；2) 改革大学管理体系；3) 提供课外补习服务；4) 有效管理课外补习机构

资料来源：赵霞《中国和韩国的影子教育比较研究》，华创证券

韩国仅用约 20 年的时间就实现了高等教育的大众化和普及化。与我国情况类似，韩国的高等教育发展也是从 20 世纪 50 年代开始的，但是发展速度惊人。1945 年日本投降时，韩国只有 19 所高校、7819 名在校大学生和 1490 名在职大学教师。但此后，韩国秉持教育立国的执政思想，大力发展高等教育，其高等教育毛入学率不断升高，目前已经在 95% 以上。



图表 9 韩国高等教育毛入学率情况和高考制度变迁



资料来源：联合国教科文组织统计研究所，赖秀龙《从单一考试到综合评价，韩国高考改革历程及启示》，华创证券

在高考制度上：韩国的高考政策一直在不断地反复。自1948年建国以来，韩国高考已经进行了14次重大改革，其考核方式在不断地试错中逐步完成了从单一考试到综合评价的转变。目前韩国各大学采用“定时招生”和“随时招生”相结合的方式，其比例大概为3:7。其中，“定时招生”是指以修学考试成绩（即韩国高考成绩）为主要参考依据，并参照学生生活记录簿（高中填写）和论述考试成绩来进行招生。而“随时招生”则类似于我国的自主招生制度，根据各大学办学特点和培养特色，可不参考韩国高考成绩，主要考察学生生活记录簿和申请材料，各大学根据实际情况单独组织面试、论述考试、职业技能测试等，并综合评定。

图表 10 韩国高考科目

科目领域	2022年以后考试科目
国语	必考：阅读、文学 选考：语法和作文、词汇和媒体（二选一）
数学	必考：数学 I、数学 II 选考：概率与统计、微积分（二选一）
英语	英语 I、英语 II
历史	历史
探究领域	一般探究：社会和科学 生活伦理：伦理思想、韩国地理、世界地理、东亚历史、世界历史、政治与法律、经济、社会文化、物理 I、物理 II、化学 I、化学 II、生命科学 I、生命科学 II、地球科学 I、地球科学 II（17 选 2）



科目领域	2022 年以后考试科目
	职业探究：必考：职业生活 选考：农业基础技术、工业基础制图 商业经济：会计原理、海洋、水产与海运（6 选 1）
第二外国语	德、法、日、俄、阿拉伯、越南、西班牙、中文、汉字（9 选 1）

资料来源：凌磊《韩国 2022 年大学考试招生制度改革评析》，华创证券

为了减少公立学校之间质量的差距，韩国推行初中就近入学和高中“平准化政策”。在 20 世纪 60 年代，韩国初高中升学考试同样竞争激烈，彼时韩国政府为解决这一问题，在 1968 年颁布法律以就近入学制度取代了初中入学考试制度，同时在 1974 年开始推广“高中平准化政策”改革。所谓“平准化”即平衡、标准化，通过教师轮换、对贫困地区学校加大财政支持、计算机随机排位入学的方式，尽可能缩小公立学校之间的教学差距。

2、平准时代落幕，精英教育抬头

高中平准化政策实施过程困难重重。首先，“高中平准化”政策规定私立中学学费涨幅不得高于国立、公立高中，政策因此要求国库负担私立高中教职工工资和学校管理费的缺损部分，但实际实施过程中专项资金的投入并没有跟上，私立高中普遍遇到了巨大的财政困难。此外，“平准化政策”还剥夺了学生学校选择权力，部分没有高中的农村地区学生甚至由于政策限制没有办法升入外地高中，加大了城乡之间的教育质量差异。更重要的是，平准化之后的高中教学质量普遍出现了向下平均的倾向，而学生为维持竞争力不得不寻求课外补习。

1997 年亚洲金融危机后，天平逐步开始向精英教育倾斜。1997 年亚洲金融危机的爆发使得韩国国内经济受到了巨大的打击，加上教育民主化的呼声越来越高，除首尔、釜山等 14 个大城市外，其他地区纷纷废止了“高中平准化”政策。并在 1999 年提出了《英才教育振兴法》，鼓励为学生提供个性化教育并致力于提升基础教育质量。更在 2009 年进一步提出《高中多样化 300 工程》计划，建设了一批教育环境优美、教师水平更高、课程设置更灵活同时一流大学升学率也更高的“有特殊目的的高中”。同时，为了更进一步平衡各地区学校差距，韩国政府在《高中多样化 300 工程中》还提出建设了三种新型高中——农村寄宿制高中、地方自律性私立高中、达人高中，分别解决农村地区教育资源欠缺、中小城市教育资源落后、职业工人缺乏的问题。

三、从日、韩经验看，什么是产生课外辅导需求的核心要素？

（一）从日本经验看：学的少、考的易不会减少校外培训的需求

结论：从日本经验看，降低义务教育阶段教学和考核难度并不会减少校外培训的需求。日本出于对“填鸭式教学”的反思和降低学生学习负担的考虑推行了“宽松教育”的政策，校内教学的内容数量、授课时间、教学和考核难度都有所下降。但校内学习的“宽松”带来的却是校外培训的爆发，日本学生的参培率和课外辅导机构学习塾的数量都在推行“宽松教育”的二十年间迅速增长。究其原因，课外辅导需求并非是学习内容的多与难，而是名校教育资源的相对稀缺，校内教育的宽松和升学的压力越不对称，就越将更多的学生推向课外补习。



1、复盘历史，日本学习塾由“乱”到“治”

二战之前：出现伊始，为富裕家庭提供升学考试辅导。日本的民间教育补习机构被称为学习塾。现代学习塾起源可以追溯到20世纪初，当时日本的初等教育已经相当普及，毛入学率超过90%，但中等和高等教育发展落后，1908年日本中等教育入学率仅为4.3%，而高等教育毛入学率更是只有0.9%。且当时的日本普通民众如果想从事公务员、医生、教师等职业，最重要的标准即是候选人的毕业学校和考试成绩。在这样的背景下，第一批现代的专门面向学生升学考试的校外补习机构应运而生。但此时的学习塾服务的对象还仅仅为富裕家庭，数量不多、发展也较为缓慢。随后二次世界大战的爆发则打断了学习塾的发展。

20世纪50-60年代：“乱塾时代”，二战后的快速发展。战后日本在1947年颁布了《学校教育法》，开始实施九年义务教育。彼时的日本实施以经济增长的高度化和极大化为目的的“五五年体制”，教育思想也与之相匹配，强调学生的学习质量和学习能力，同时对于中小学生课程进行了大量改革，融入了更多现代科学成果，但这也导致大量学生不能跟上教学进度，大量的“补差”需求推动了学习塾的迅速发展。此外，战后的日本出现了生育高峰，但高中和大学数量有限，学生中高考竞争压力巨大，也造就了日本战后学习塾的第一次发展高峰。

20世纪70年代：规模化与第一次整顿。20世纪70年代，连锁式学习塾逐渐在日本流行，不少小型补习机构在此期间都开始开办分校、扩大经营，甚至上市，学习塾迎来了第二波发展高峰。但同时，社会公众也开始了对学习塾和日本教育理念的反思和批判。日本政府也在70年代末开始了对学习塾的整顿，针对当时广泛存在的在职教师校外兼职授课行为进行了查处。受此影响学习塾在70年代末一度沉寂。

20世纪80-90年代：“宽松教育”导致了学习塾的第三次爆发。学习塾在短暂沉寂后在80年代迎来了爆发，其主要原因是日本在70年代末开始推行的“宽松教育”政策。首先，“宽松教育”政策下，公立学校授课时间和内容均有所降低，家长更愿意让子女就读于管理严格、教学质量更好的私立学校。其次，日本在1979年开始实行全国统一高考，新政之下，学生普遍寻求课外指导的帮助。第三，日本在1992年开始逐步实行了学校双休的制度，学生课外时间增多也给了学习塾发展带来了良机。

行业自律与政策监管之下，行业走向规范。行业的快速发展带来了鱼龙混杂的从业者和越来越低的教学质量，引起了社会公众的强烈不满。1987年，行业协会“培育优秀学习塾大会”通过了学习塾自我管理约束规约这一行业自律规范，同年日本政府发布了《充实学校学习的意见》，次年全国性行业协会“全国学习塾协会”成立，政府和行业从业者开始着手治理行业乱象。此后，日本政府和行业协会先后出台了《学习塾事业活动规范化自主准则》、《社会教育法》、《学校教育法实施规则》、《学习塾事业活动规范化自主准则实施细则》等多部法规和行业自律准则，行业逐步走向稳定和规范。



图表 11 日本学习塾当时面临的主要问题

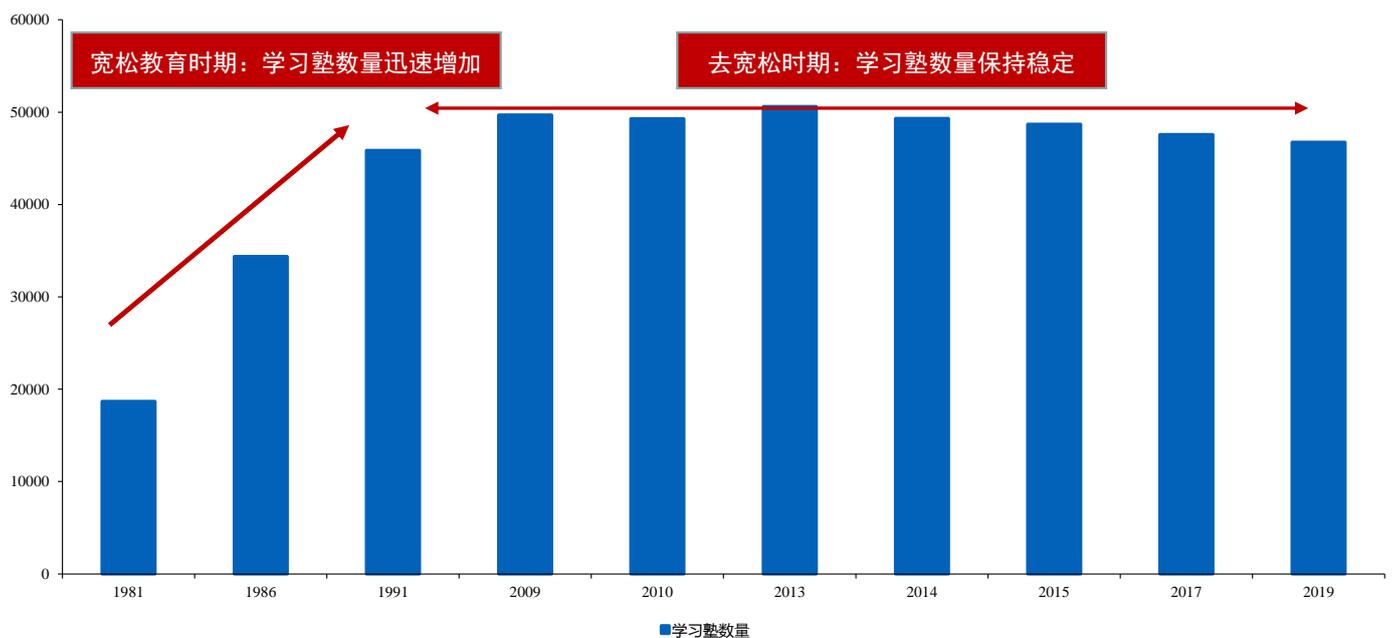
从业者混杂	在利益的驱动下，不仅教育从业者开办学习塾，百货公司、信贷公司、家庭主妇等非专业人士也纷纷涌入行业。日本文部省数据显示，1977年22.5%的学习塾讲师没有教育从业经验。
应试化教育	学习塾完全以升学考试为最终目标，其教学手段单一且大大加重了学生负担；且填鸭式教学在考试分数上提分效果明显，导致学生重心放在课外而非课内。
治理落后	相当长的时间内对于民间辅导机构的定位不清，监管部门各行其是，不法行为查处“雷声大雨点小”。校内教师大量校外兼职而无人管理。

资料来源：日本文部省《有关儿童和学生的校外学习活动实态调查》，华创证券整理

2、日本经验的反思：“校内减负、校外增负”怪圈未破

从动机上来说，日本推行“宽松教育”的主要目的即是降低学生学习负担和培养学生创造性、批判性思维，让学生从“填鸭式教学”中走出。但事实上，“宽松教育”时期同时也是学习塾数量和学生参塾率增长最快的时期。从学习塾数量上看，日本学习塾数量由1981年宽松教育刚刚开始时的18683个五年内增长到1986年的34367个，并在1991年达到4.5万个，此后基本保持在4.5-5万。从参塾率上看，日本小学生参塾率从1977年的12%提高到了1985年的16.5%，初中生参塾率也由38%提高到了44.5%，并在1993年进一步提高到58.5%。

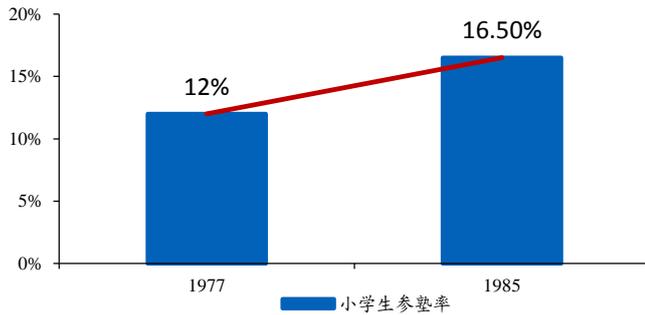
图表 12 学习塾数量在宽松教育时期上涨最快



资料来源：日本产业经济省，姚琳《日本校外培训机构学习塾治理探析》，华创证券

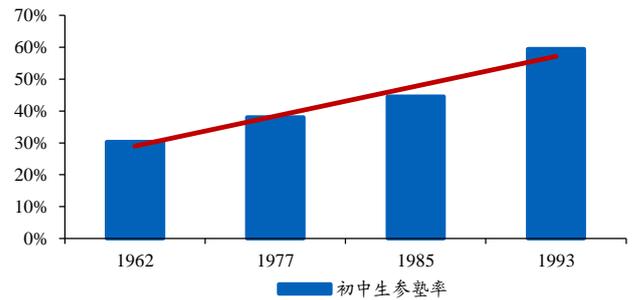


图表 13 日本小学生入塾率宽松教育前后变化情况



资料来源：姚琳《日本校外培训机构学习塾治理探析》，华创证券

图表 14 日本中学生入塾率宽松教育前后变化情况

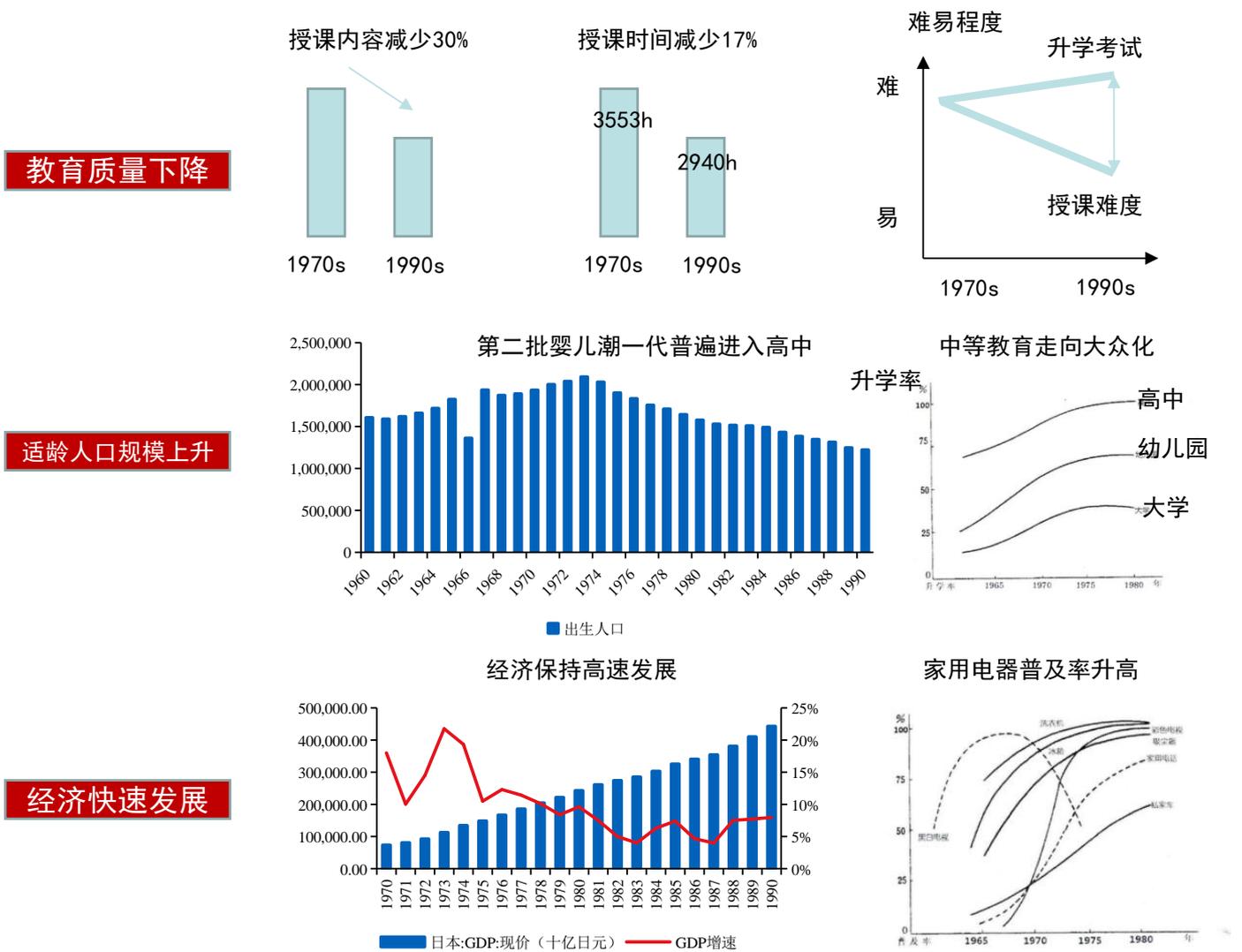


资料来源：姚琳《日本校外培训机构学习塾治理探析》，华创证券
(注 1962 年数据为广岛市及周边地区初中生参塾率)

宽松教育导致日本公立中学、私立中学间学习效果特别是应试结果上的差距在此期间被进一步拉大。1) 日本的“宽松教育”政策限制了公立学校的授课难度和授课时间，而私立学校却不受此限制。2) 宽松教育对于公立学校的定位为普及基础教育，对公立学校的考核也不考察其升学率，因此大部分公立学校只需完成规定的教学内容而并不对教学质量负责。3) 日本的公立学校在此期间开始严格实行学区制，而私立中学可以通过入学考试选拔生源，两者生源差距也被拉大。



图表 15 学习塾在“宽松教育”时期发展迅速的原因



资料来源：1985年版《日本国民生活白皮书》，Wind，赵彦俊、胡振京《日本“宽松教育”述介》，华创证券整理

此外，日本本身的教育体制和社会风气也是学习塾热度居高不下的主要原因：

日本是典型的“学历社会”。日本企业在二战后普遍采用终身雇佣制和年功序列制，在这种制度下学生毕业后所入职的第一家企业将有很大概率成为其终身工作的企业，且跳槽成本较高。因此一个人其社会地位、经济收入、升职空间很大程度上取决于第一家企业的实力。而企业对于应届生的选拔则基本由其学历和就读的大学来决定，因此虽然日本的高等教育已经实现了大众化，但名校的热度却没有减少。

高校升学制度强化了私立中学的优势。日本大学无论是公立还是私立，各大学多数将全国统一的“大学入学考试中心考试”（类似于中国高考）成绩作为入学选拔的参考，但各个学校对于如何制定选拔标准有绝对的自主权，顶级高校一般会采取“高考”+“自主命题”加权计分的方式进行选拔。而对于公立学校来说，并没有能力对各高校选拔考试进行针对性复习。从考入东京大学的数量上看，2020年排名前十的有9所为私立中学，在录取人数上占据了绝对优势。



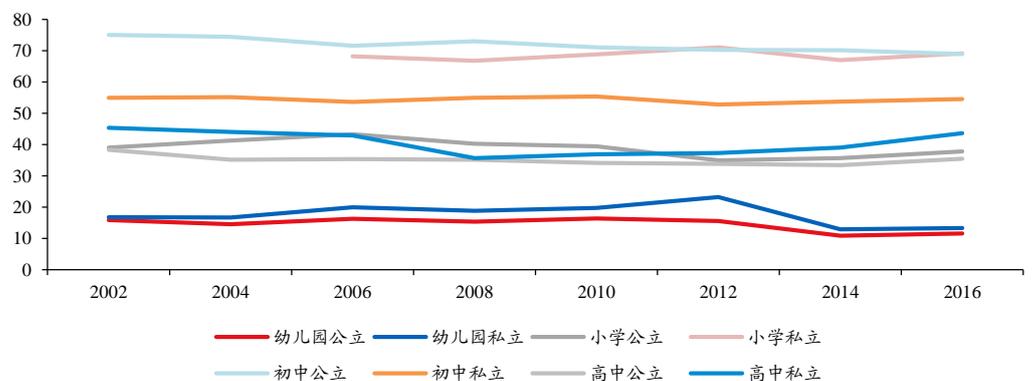
图表 16 日本各高中考入东京大学数量排名

順位	校名	都道府県	合格者数(人)	卒業生数(人)
1	私立 開成	東京	185	397
2	国立 筑波大附駒場	東京	93	161
3	私立 桜蔭	東京	85	229
4	私立 灘	兵庫	79	220
5	私立 渋谷教育学園幕張	千葉	74	354
6	私立 麻布	東京	63	302
7	私立 駒場東邦	東京	63	226
8	私立 聖光学院	神奈川	62	228
9	私立 海城	東京	59	317
10	私立 栄光学園	神奈川	57	178

资料来源：东洋经济社

从各阶段来说，初中阶段的参塾率最高，私立小学次之。整体看，日本初中生参塾率最高，其次是小学，最接近高考的高中反而较低。而从学校属性看，小学、高中阶段私立学校参塾率高于公立，而初中阶段公立学校学生参塾率更高。产生这种现象的原因依然是日本高中尤其是私立高中的强势，导致分化被提前到中考阶段。而由于日本大部分中学采用“初高一贯制”的学制，即同时设立初中、高中学部，对于考试合格的学生可以6年连读，这就导致对部分学生来说竞争被进一步提前到小学：对孩子教育期望值最高的父母从小学阶段就选择更严格的私立小学，并开始参加课外培训，已提高进入私立初中的机会。对于公立学校的初中生来说，中考是他们进入私立高中进而有机会进入头部大学的最后机会。而到高中之后，一方面校内学业压力加大导致参加学习塾的精力较少，更重要的是学生已经初步完成分化，因此参塾率反而有所下降。

图表 17 日本各学段参塾率情况



资料来源：日本文部省，华创证券

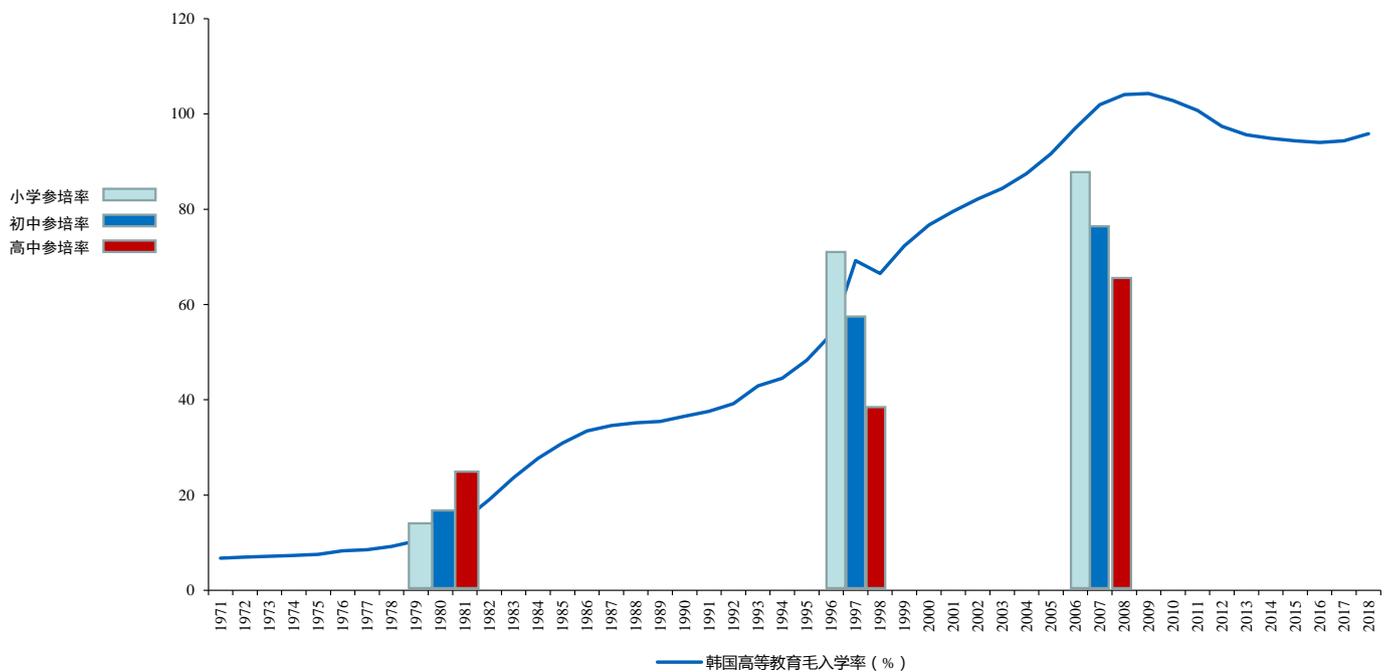


(二) 从韩国经验看：改变选拔方式和增加高等教育供给并不会给辅导热降温

结论：无论是对于各高中实力上的平衡还是进一步扩大高等教育供给实现高等教育的大众化，均未能降低韩国民众对于课外补习的需求。甚至更进一步的直接出台政策禁止课外辅导也只是短暂压制了市场，并将大量学生推到更难监管的私人家教市场。

韩国的高等教育资源整体看十分充沛，高等教育毛入学率处于世界领先水平，但高等教育迅速普及的同时韩国各学段学生的参培率也在上升。韩国的高等教育在1980年即接近了15%的毛入学率（国际上认为的高等教育大众化水平，相当于国内2002年水平），在1995年高等教育毛入学率达到了52%（高等教育普及化水平，相当于国内2019年水平），而2007年之后韩国高等教育毛入学率已经超过100%，即韩国高等教育的绝对规模上早已是过剩的，但充足的供给却并没有使课外补习的需求有所削弱，在高校快速普及的同时韩国各学段的学生参培率均在上升。

图表 18 韩国学生的参培率并未随着高考毛入学率的提高而降低



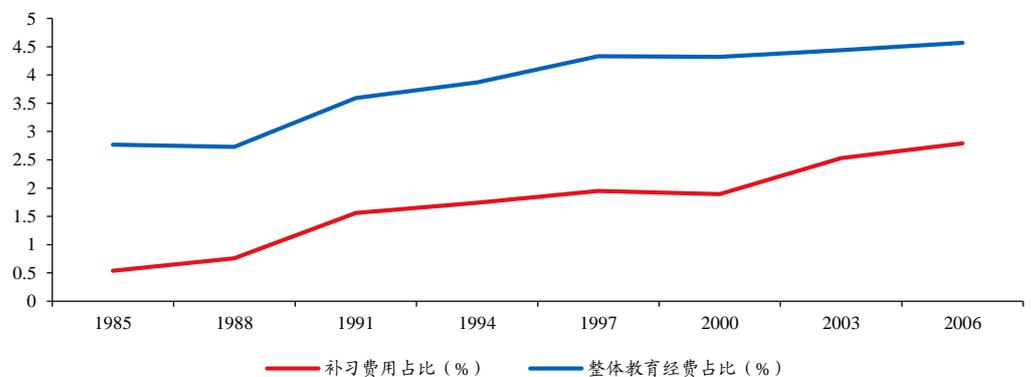
资料来源：赵霞《中国和韩国的影子教育的比较研究》，联合国教科文组织统计研究所，华创证券

高中平等化政策的影响：追求教育机会均等化和教育水平平等化的同时难以保障高质量的教育质量，也带来了高中教育的等级化。从结果上看，高中平准化政策很大程度上缓解了城乡之间、不同学校之间学习资源上的差距，同时也提高了高中教育的普及程度。但一方面政策难以真正消除不同地区、不同学校之间的差距，另一方面政策也限制了教育的灵活性，很难保证高水准的教育质量。而对于课外辅导而言，高中的平准化解决了韩国之前存在的“中三病”问题（即初中三年级升学压力极大），但高中阶段“未平准化高中”和“平准化高中”之间无论是学费还是教育水平的巨大差异事实上形成了高中教育之间的等级化，韩国2019年全国私立高中数量仅为79所，约有4%的高中生就读于私立高中，而韩国的第一名校首尔大学2019年入学的新生中毕业于私立经营高中的应届生数量超过40%。而对于有志于名牌大学的学生不得不主动寻求课外补习，在客观上助推了课外辅导行业的发展。



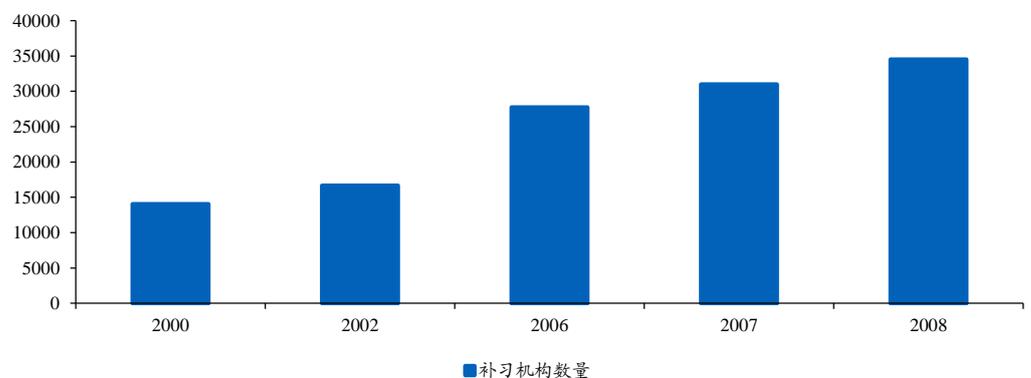
政策禁止补习效果如何？需求不减，小机构和一对一家教兴起。1980年韩国实施了7.30教育改革，在颁布的《教育规范化及消除过热的课外补习方案》中命令禁止一切形式的课外辅导，包括大学生和在职教师的家教，以及学校开设的课后辅导课程等一系列政策。这一禁令在短时间内强行抑制了对于教育补习的需求，但却遭到了民众的强烈反对，私人家教承接了大量的补习需求。更重要的是，居民的补课成本在此期间快速攀升。居民补习费用占整个韩国GDP的比重由1985年的0.54%提升到了1991年的1.56%。“禁补令”不仅没有降低民众的教育成本，反而增加了居民的负担。因此2000年后，韩国政府以违宪为由宣布重新允许课外补习，随即补习机构数量迅速增加，由2000年全国登记的1.4万个增长到2008年的3.5万个，而课外辅导费用占比增幅却远小于补习机构数量增幅（2000年占比1.89%，2006年占比2.79%）。韩国的经验说明禁补令确实一定程度上抑制了课外辅导的需求，但更重要的是反映出禁补令下大部分的需求都被非法的机构或私人的家教所承担。禁补令下，居民的负担加重的同时，也破坏了教育的公平性。

图表 19 韩国教育经费占比和补习费用占比情况



资料来源: Jin H. Jung, Kyung H. Lee(2010) *The determinants of private tutoring participation and attendant expenditures in Korea.*, 华创证券

图表 20 课外补习合法化后补习机构数量



资料来源: Byun, S.. *Does policy matter in shadow education spending? Revisiting the effects of the high school equalization policy in South Korea.*, 华创证券

改革选拔方式效果如何？参培率减少的同时阶级的差异在扩大。韩国现行的高考制度中



大学录取的考核标准主要分成三个部分：1) 高中平均成绩及排名赋分，一般是高二、高三两年的统考分数和校内排名进行加权所得；2) 高考分数；3) 高中生活记录簿，及学生的综合素质评价，主要考察学生社团活动、体育、音乐等方面。而目前的招生制度下，只有大概3成招生名额是以高考成绩为主、综合素质和日常成绩为辅的方式进行录取，7成名额是由各大学自主决定，可以不考虑高考分数，更看重综合素质和大学自招考试成绩。韩国政府改革高考录取方式的本意是减少学生的负担，考核学生的综合素质。从效果来看，单纯的考核方式改革对于降低课外学习的热度并没有影响，韩国各学段学生参培率在1991年现行高考方案成型后依然持续升高。而课外教育费用却在不断攀升，根据韩国统计厅2015年发布的《家计动向调查2015》中数据显示，韩国前20%的上层阶层和20%的下层阶层在教育费用上的支出差距达到29倍。

(三) 需求来自竞争，什么是真正“减负”的方式？

如上文所述，降低学校教学难度和时间、改变选拔的考核标准和扩大高等教育资源供给均未能有效降低学生和家长对于课外辅导的需求。

从需求者的角度讲，学生和家长的**选择课外学习的核心原因**有三点：**学生学习上的客观需要、家长的心理寄托、家长的托育需求**。1) 由于校内教育采取大班制教学，教学进度也往往针对中等学生，并无法满足学生的个性化学习需要，且一般家长往往无法辅导高年级学生学习，课外辅导在这一方面有其必要性；2) 家长为子女提供课外辅导可以将自己的辅导学习的责任转移给辅导老师，能够消除其社会压力和不安全感；3) 中小学生学习时间和寒暑假时间与父母差异极大，双职工家庭有强烈的托育需求。

从日韩过去30多年的教育改革经验来看，对于课外辅导需求真正起到削弱作用的政策只有一个，即韩国采用的“放学后学校”政策。韩国的“放学后学校”在1995年被提出，历经10多年发展在2008年李明博政府上台后逐步成熟。具体而言，“放学后学校”是以各级学校为主体，在社区、大学、志愿团体的协助下，通过雇佣学校老师、外部老师、特殊技能者、家长等作为指导教师来开展包括学科类课程、素质类课程等各类培训活动。

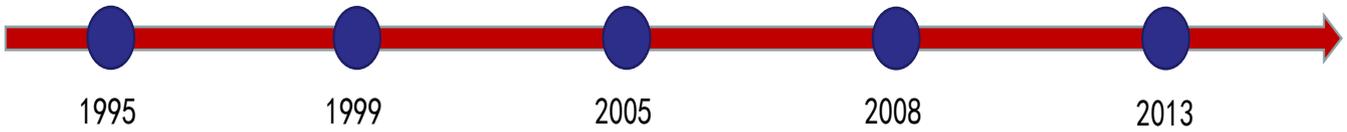


图表 21 韩国放学后学校政策演变

1995年金泳三政府通过《5.31教育改革案》，提出引入放学后教育来完善正规学校教育。

卢武铉政府引入“放学后学校”概念。小学引入保育项目、初高中引入学科类补习。

朴槿惠政府引入“小学照料教室”，强化幼、小阶段保育、照料服务。



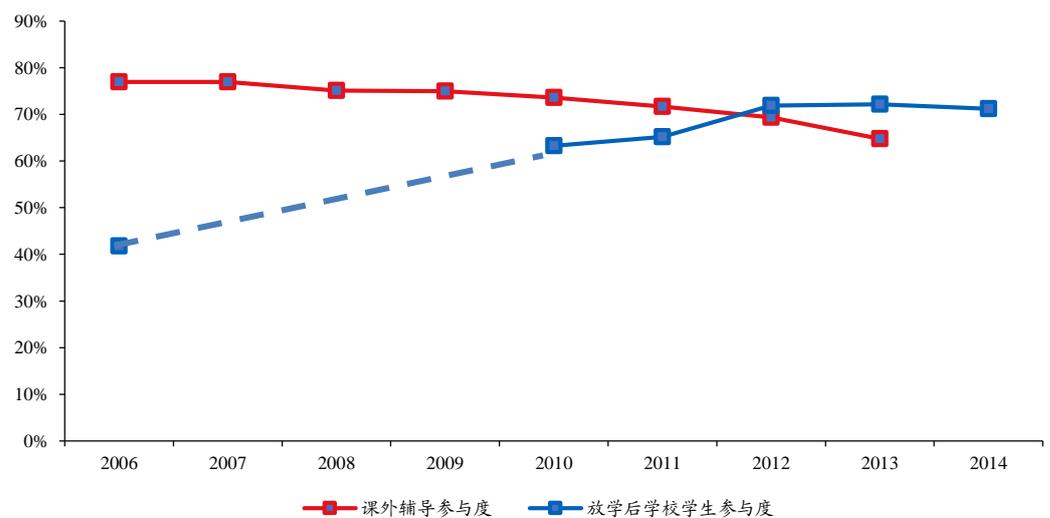
1999年金大中政府将其更名为“特技特长教育”，强调素质类、特技特长类教学而非升学为中心的补充学习。

李明博政府秉持“私育费用减半，学校满意度增倍”政策，放宽了对学校办学限制，强化放学后学校“自律化”定位。

资料来源：李成实《韩国放学后学校研究》，华创证券

政策核心在于强化公立学校竞争力和完善托育功能。从韩国的政策演变来看，早期的政策强调的是学生特技特长的培养，提供的是素质教育类课程，甚至一度禁止学科类课程的出现，但是这一阶段学生参与度急剧降低，学生原本的“放学后学校”参与率在1997-2000年间都保持在50%左右，但1999年金大中政策开始改革取消学科类补习后，学生参与度迅速下滑到2003年的37.9%，再到2005年下降到34%。以至于2005年重新引入了学科类补习，引入的次年学生参与度就回升至41.9%。此外，李明博和朴槿惠政府还逐步增强了小学和幼儿园阶段的“放学后学校”的保育和照料作用，学生参与度2014年小学和高中都超过70%。

图表 22 韩国课外辅导参与度和放学后教育参与情况



资料来源：李成实《韩国放学后学校研究》，华创证券

办学体制改革需以需求者为中心。韩国政策的成败经验表明，办学体制改革需以需求者



也就是家长和学生的核心需求为中心。在早期的“放学后学校”体制改革中，政府初衷是想要全方面发展学生素质，将学生从沉重的学习负担中解脱出来，却忽略了其面临的升学压力，在学生普遍补习且校内质量不足却有需求的情况下，强推素质教育可能会遭到抵触。而改革后的政策满足了“学生个性化学习需求”、“家长释放焦虑需求”、“家长托管需求”，其成功有效的减少了教育的差距、降低了学生家长的负担，经验值得我国借鉴和学习。

（四）更难模仿的道路——德国的教育分流体制

从学生分流时间早晚的角度，教育制度可分为高考分流和高考前分流两种。日韩两国的教育体制较为类似，属于高等教育普及化程度较高，学生分流主要在高考。而德国和英国则属于分流较早的教育体制。

“10岁定终身”，一定程度上德国的教育分流体系更加残酷。德国的教育体系分为学前、小学、中学、高等教育、成人教育五个阶段，共有两次分流，其中最重要的一次是10岁的小学毕业（德国的小学为4年学制），学生会被分流到四种不同类型的中学：主体中学、实科中学、文科中学、综合中学，在被分流的前两年被称为观察期，学生有选择和调整的机会，但大部分学生一般不会进行调整。其中文科中学学生主要去向为大学，主体中学主要去向为职业学校，实科中学和综合中学二者皆可选择。虽然看上去学生选择何种中学不影响其高等教育的去向，而且四种中学间也有相互转化渠道，但实际上，首先去何种中学不完全取决于家长的选择，很大程度上取决于学生的成绩。在分流的决定权上，采用的是“学校推荐、家长决定”的方式，但如果学生成绩不佳而家长选择去文科学校则需要通过中学的额外考试，并且在观察期内如果学习成绩不佳，则有可能被要求转入其它中学。其次，除文科中学外，综合中学、职业学院、技术高中等其它中学可以升入普通的大学的机会寥寥。虽然理论上各中学都有机会升入普通大学，但实际上文科中学学生占据了绝大多数名额。可以说，德国学生的终生的职业方向很大程度上在10岁即被决定了。

德国的分流体系背后的支撑是完善且十分具有吸引力的职业教育体系。德国的职业教育体系历史悠久且完备，德国工会规定，未经职业训练且未获得执业资格的人不得承担技术性工作。因此在德国多数普通文科中学毕业生会选择在毕业后接受职业培训，培训完成后进入大学学习。且德国职业教育校企合作紧密，其学生培养不单单由学校承担，德国企业广泛设置了训练车间，在整个教育过程中高度介入，即“双元制”职业教育体系。因此，德国的职业教育文凭相比之下更加通用、有效和必要，其教育质量深受雇主信任，这也是其职业教育能够和大学教育相竞争的核心。

德国的道路更加“残酷”也更加难以模仿。一定程度上，德国的教育选拔重视的是人的天赋，其决定性因素的是先天的智力水平，而东亚三国的教育体制更强调努力，在更漫长选拔过程中，家庭环境和个人勤奋度的影响被放大。德国的分流机制能够稳定运行的原因也在于其职业教育体系的完备和蓝领工人所拥有的较高收入和社会地位，几者缺一不可。无论是教育体系的建立、社会不同工种的收入分配改革还是人们的职业观念改变，都并非一日之功，若只是简单的模仿德国教育体制，或不能达到预期的效果。

中国的现代化教育改革较晚，目前的中国教育体制正处在变革的十字路口。我们可以看到，中国当下的教育行业如同30年前的日本、韩国一样，面临着学生学业压力过大、课



外补习负担重、素质教育难以推进等诸多问题，教育政策需要在素质和应试、校内和校外、公平和自由之间进行艰难的平衡，甚至比日韩还要更早地面临少子化的危机。在此情况下，复盘邻国教育的发展历史，对于找到未来中国教育要走的路有着重要的意义。我们认为，参考日韩经验，我国未来教育改革可能会沿着“加强校内教育竞争力、着重培养学生综合素质、完善职业教育体系”的道路继续。相比于限制课外辅导的供给，增强校内教育的竞争力可能会更有效地降低学生课外辅导的负担。而进一步完善和加强适合我国国情的职业教育体系，为学生提供除高考外更多有效“出口”，也是另一条还在探索的道路。

四、风险提示

政策变化超预期；人口变化速度超预期；行业渗透率不达预期。



传媒组团队介绍

组长，首席研究员：刘欣

中国人民大学硕士。先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）、民生证券（2019-2020），从事 TMT 行业研究工作。所在团队 2016/2017 年连续两年获得新财富最佳分析师评选文化传媒类第三名，2016 年水晶球评选第三名，2016 年金牛奖第三名，2017 年水晶球第五名，2017 证券时报金翼奖第一名，2019 年获得 WIND 第七届金牌分析师评选传播与文化类第五名等。

研究员：张静雯

中国人民大学硕士。曾就职民生证券，2019 年获得 WIND 第七届金牌分析师评选传播与文化类第五名。2021 年加入华创证券研究所。

助理研究员：费磊

南开大学硕士。曾就职民生证券，2021 年加入华创证券研究所。

助理研究员：廖志国

莫纳什大学硕士。2021 年加入华创研究所。



华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售经理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	张嘉慧	销售助理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售助理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com



华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522

