

增持

——维持

日期：2019年7月29日

行业：教育



分析师：周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070002

证券研究报告 / 行业研究 / 行业动态

## 新东方稳健，利润率向上；好未来发力线上，盈利承压

### ■ 一周表现回顾：

上周上证综指上涨 0.70%，深证成指上涨 1.31%，中小板指上涨 3.01%，创业板指上涨 1.29%。同期，教育 A 股下跌 0.65%，教育港股上涨 3.34%，教育美股上涨 0.10%。上周股价涨幅较大的有开元股份（4.92%）、中国高科（3.99%）、高乐股份（3.96%）、三盛教育（2.47%）、佳发教育（1.99%）。上周股价跌幅较大的有立思辰（-5.06%）、视源股份（-3.89%）、勤上股份（-3.62%）、东方时尚（-3.46%）、美吉姆（-3.28%）。教育港股方面，上周股价涨幅较大的有 21 世纪教育（28.57%）、宇华教育（20.30%）、银杏教育（7.60%），股价下跌的仅有成实外教育（-3.57%）、中教控股（-1.13%）、卓越教育集团（-0.87）、中国东方教育（-0.61%）。教育美股方面，上周股价涨幅较大的有跟谁学（25.73%）、新东方（8.25%）、海亮教育（6.99%），股价跌幅较大的有达内科技（-14.37%）、精锐教育（-13.33%）、好未来（-9.43%）。

### ■ 行业最新动态：

- 1、全国青少年校园足球工作报告发布：2025 年将创建 3 万所足球特色学校
- 2、讲故事的“凯叔”五年五轮融资
- 3、掌门少儿全年营收预超 5 亿 布局在线少儿数理思维教育
- 4、宇华教育拟 14.9 亿元收购山东英才学院 90% 股权

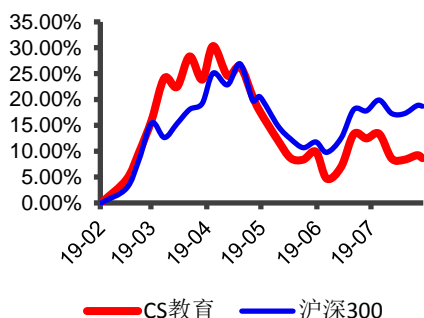
### ■ 投资建议：

上周，新东方和好未来相继发布最新一季财报，我们认为以下几个点值得关注：

（1）两大巨头均预计 2020 财年营收以人民币计增长约 30%+，整体仍乐观，但历史比较两大巨头发展表现有分化。新东方 17-19 财年营收年复合美元计增长 31.2%，按人民币换算增速差约 7 个百分点左右，按指引我们预估 20 财年营收美元计增长 20-30% 区间，高基数基础上我们认为增长表现稳健。好未来则从前几年 50-60% 的高增速（美元计）降至 30-40% 的增速带（人民币计），进入增速“下一台阶”的新阶段。具体来看，主要因为线下培优营收增长从 19Q3 开始（即 2018 年 9 月始）明显放缓，19Q1-Q2 营收（美元计，下同）同比增速仍有 50-60% 左右，而 19Q3-20Q1 营收增速降至 10-20% 左右。去年 8 月 22 日教培新规 80 号文正式发布，我们认为新规对培优线下运营可能产生一定制约影响。作为收入大头的线下培优，好未来营收增速的企稳回升仍有赖于培优线下营收增长的回温。

（2）营收表现差异的背后是两大巨头生源结构不同决定。新东方优能中学主要提供 13-18 岁初、高中生的学科辅导，目前初升高和高考仍存在明显的筛选机制，因此课外培训强需求变化不大，我们估算优能中学 19

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比



财年招生增速约为 20-30%。好未来生源结构是正金字塔型，以小学生为主，在 80 号文新规和公民同招从区域化转为全国化背景下，一二线城市为主+小学生主体的结构使得学而思培优招生明显放缓。19 财年线下培优长期正价课程招生增速仍 30%+，但主要由 19Q1、Q2 贡献，19Q3、Q4 增速仅 20%左右，20Q1 增速进一步降至 13%，生源增速放缓拖累了营收增速。

(3) 新东方利润率进入上升通道，好未来加大营销利润率承压。18-19 财年，新东方线下教室面积扩容分别达到 40%+/24%，20 财年增长指引为 20%。随着线下扩张速度趋缓，教室利用率逐季提高，19Q4 利用率同比提高 100-200bp 达到 21%-22%。随着新东方运营重点逐步从关注产能增量（增加校区教室面积）迁移到关注产能质量（提高教室利用率），且合理控制营销投放，新东方线下业务 Non-GAAP 经营利润率逐渐改善，20 财年稳步走入上升通道。好未来押注在线业务，旗下在线平台包括与学而思培优（线下）互补的学而思在线和独立的学而思网校。在线教育整个市场仍处于砸钱打品牌获客的初期发展阶段，虽线下巨头已有明确的品牌优势，但对于快速扩大客群、绑住用户心智仍需要大量的营销投入和服务跟进。好未来 18Q4-19Q2 连续三个季度销售费用翻倍增长，19Q3-20Q1 增速仍有 60-70%左右，销售费用率大幅提升，且今年 4-7 月公司进行了大规模的暑期促销，预计 20Q2 销售费用率仍将高企，对利润率仍将形成压制。新东方同样关注在线教育，但旗下新东方在线已成功上市，且实现盈利，具备独立造血和公开市场融资优势，对集团整体盈利的影响可被线下业务盈利提升对冲抵消，因此利润率维稳可控。

(4) 虽有品牌，但离行业定价权仍有长路要走。新东方 17-19 财年招生年复合增长 31.4%，同期营收年复合增长 31.2%；好未来 17-19 财年招生年复合增长 88.6%（主要系在线招生高速增长），同期营收年复合增长 56.8%，可见两大巨头收入增长基本靠量增驱动。抛开近几年在线快速发展对 ASP 的下拉，价升也一直不是 K12 课外培训行业的主要驱动因子，这主要因为市场过于分散，龙头相加不到 10%，单个份额不超过 5%，并没有定价权。我们认为新规加强监管是很好的行业集中度提升推动力，通过行政手段出清中小机构，龙头收割外流生源，利用渠道下沉、在线布局等加大加快获客，未来随着生源集聚、服务升级等加强行业定价权的获取。

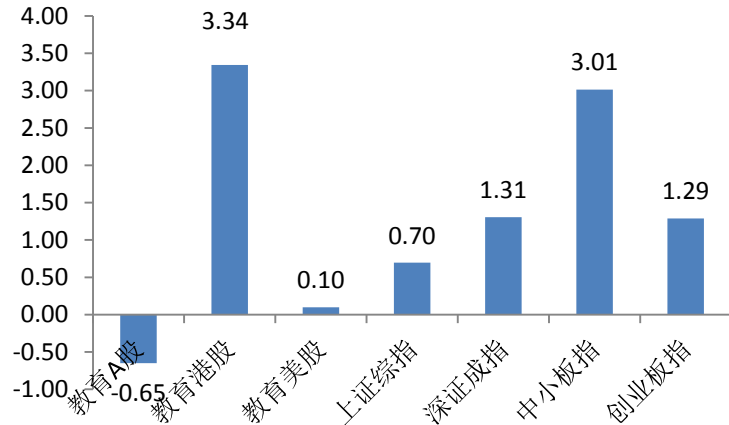
## ■ 风险提示

监管政策趋严带来的不确定性，招生人数放缓风险，并购整合不及预期，商誉减值风险等。

## 一、上周行业回顾

上周上证综指上涨0.70%，深证成指上涨1.31%，中小板指上涨3.01%，创业板指上涨1.29%。同期，教育A股下跌0.65%，教育港股上涨3.34%，教育美股上涨0.10%。

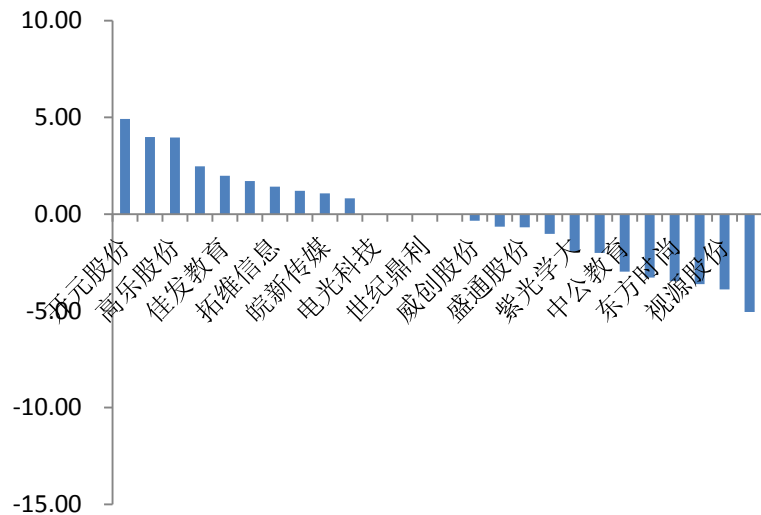
图 1 上周行业市场表现 (%)



数据来源: Wind、上海证券研究所

上周股价涨幅较大的有开元股份 (4.92%)、中国高科 (3.99%)、高乐股份 (3.96%)、三盛教育 (2.47%)、佳发教育 (1.99%)。上周股价跌幅较大的有立思辰 (-5.06%)、视源股份 (-3.89%)、勤上股份 (-3.62%)、东方时尚 (-3.46%)、美吉姆 (-3.28%)。

图 2 教育个股市场表现 (%)



数据来源: Wind、上海证券研究所

教育港股方面，上周股价涨幅较大的有 21 世纪教育 (28.57%)、宇华教育 (20.30%)、银杏教育 (7.60%)，股价下跌的仅有成实外教育 (-3.57%)、中教控股 (-1.13%)、卓越教育集团 (-0.87)、中国东方教育 (-0.61%)。

表 1 教育港股涨跌幅情况

股票代码	股票简称	周涨幅	月涨幅	季涨幅
1598.HK	21 世纪教育	28.57	73.49	75.61
6169.HK	宇华教育	20.30	15.74	13.55
1851.HK	银杏教育	7.61	10.61	-5.26
1773.HK	天立教育	6.85	-3.38	18.41
1765.HK	希望教育	5.41	4.46	1.69
2779.HK	中国新华教育	4.59	9.87	13.59
1797.HK	新东方在线	3.96	16.86	-1.25
2001.HK	新高教集团	3.68	-7.24	-18.11
1758.HK	博骏教育	3.53	-10.20	-29.60
1569.HK	民生教育	3.50	2.07	-13.45
1969.HK	中国春来	2.47	7.10	9.93
6068.HK	睿见教育	2.43	-8.89	-18.04
1317.HK	枫叶教育	2.35	-3.17	-23.41
1890.HK	中国科培	1.89	4.43	5.03
0667.HK	中国东方教育	-0.61	14.96	31.65
3978.HK	卓越教育集团	-0.87	-3.78	-25.89
0839.HK	中教控股	-1.13	0.33	3.85
1565.HK	成实外教育	-3.57	-13.46	-22.07

数据来源：Wind、上海证券研究所

教育美股方面，上周股价涨幅较大的有跟谁学 (25.73%)、新东方 (8.25%)、海亮教育 (6.99%)，股价跌幅较大的有达内科技 (-14.37%)、精锐教育 (-13.33%)、好未来 (-9.43%)。

表 2 教育美股涨跌幅情况

股票代码	股票简称	周涨幅	月涨幅	季涨幅
GSX.N	跟谁学	25.73	29.87	24.05
EDU.N	新东方	8.25	9.66	11.06
HLG.O	海亮教育	6.99	3.90	8.80
NEW.N	朴新教育	4.46	-6.25	-48.09
STG.N	尚德机构	2.87	-10.42	-26.87
DL.N	正保远程教育	2.31	0.98	-21.73
BEDU.N	博实乐	1.29	-5.61	-20.84
COE.N	无忧英语	-2.04	-17.70	1.40
REDU.O	瑞思学科英语	-3.44	-7.55	-12.91
LAIX.N	流利说	-3.55	-9.35	-14.03
FEDU.N	四季教育	-3.78	1.71	-13.59

RYB.N	红黄蓝	-6.25	-10.85	-26.47
TAL.N	好未来	-9.43	-13.97	-15.10
ONE.N	精锐教育	-13.33	-8.38	-15.65
TEDU.O	达内科技	-14.37	-40.40	-71.40

数据来源: Wind、上海证券研究所

## 二、近期公司动态

表 3 教育相关上市公司动态

类型	公司名	代码	事件	内容
	洪涛股份	002325	2019Q2 经营情况简报	公司 2019Q2 装修装饰业务中新签订单金额 6.39 亿元, 中标未签订单 2.02 亿元, 截至报告期末累计已签约未完工订单金额 61.76 亿元。
	盛通股份	002599	减资&减持	1、公司拟回购注销未解锁的限制性股票 91,572 股, 股票来源是员工股票激励计划, 完成后, 股本由 324,548,446 股变更为 324,456,874 股。2、公司持股 5% 以上股东贾春琳的一致行动人贾则平以大宗交易减持 337 万股, 减持均价 8.21 元/股, 占总股本 1.04%, 减持后仍持 1910.3 万股, 占总股本 5.89%。
	科斯伍德	300192	收购股权	公司以发行股份、可转换债券及支付现金的方式收购龙门教育 50.17% 的股权, 交易总金额为 8.13 亿元, 完成后将持有龙门教育 99.93% 的股权。同时公司拟发行股份募集配套资金, 总额不超过 3 亿元。龙门教育承诺 2019-2020 年实现净利润分别不低于 1.6 亿元、1.8 亿元。
公司公告	威创股份	002308	投资&解押	1、公司与华文基金、文投资本成立“南京华创教育产业股权投资基金”, 目标规模 1 亿元, 首期募资 6100 万元, 公司以自有资金出资 3000 万元, 主要投向于政策监管上不存在退出障碍的儿童教育未上市优质企业股权。2、公司控股股东威创投资解押 5,200 万股, 占其所持 24.61%, 完成后仍质押 1.22 亿股, 占其所持 57.79%, 占总股本 13.41%。
	拓维信息	002261	终止减持	公司原董事、副总经理王伟峰 4/30-5/17 期间累计减持 262.78 万股, 占总股本 0.24%, 减持后仍持 888.98 万股, 占总股本 0.81%, 并因离任后半年内不得转让其所持公司股份, 拟提前终止减持计划。
	美吉姆	002621	管理层变动	公司监事会主席万亚娟拟辞去公司第五届监事会监事及监事会主席职务, 其未持有公司股份。
	立思辰	300010	终止减持	公司股东、原董事华婷拟减持累计不超过 78.56 万股, 占比 0.09%, 因辞去董事后半年内不得转让其所持公司股份, 拟提前终止减持计划。
	三盛教育	300282	股权激励	公司股权激励业绩考核目标为 2019-2021 年营收分别达到 8.72/10.30/11.89 亿元。

数据来源: 公司公告、上海证券研究所

## 三、行业近期热点信息

网易有道与芒果互娱联合发布“快乐芒果词典笔”探索教育+智能硬件领域

网易有道与芒果互娱正式达成战略合作协议，双方将共同发布“快乐芒果词典笔”，并以此为开端展开一系列智能硬件领域的合作。网易有道 CEO 周枫曾公开表示，教育的智能硬件是个还未被开发的金矿，2019 年将会推出多款面向 K12 人群的学习智能硬件。目前网易有道的 2C 业务主要分为付费直播课程、学习 Apps 和学习型硬件。其中付费直播课程是有道精品课，覆盖各种学习场景的学习 Apps 承担流量池的功能，学习型硬件则是有道在探索打通线上到线下体验的一个闭环。网易有道表示今年将不断深挖 AI 与智能硬件的多种可能性。（鲸媒体）

### 全国青少年校园足球工作报告发布：2025 年将创建 3 万所足球特色学校

教育部发布全国青少年校园足球工作报告（2015-2019），目前已制定全国校园足球特色学校基本标准，面向近 2000 万在校生每周开设 1 节足球课、组织课余训练和校内联赛。2019 年计划：遴选建设 3000 所足球特色幼儿园；同时为培养幼儿足球教师全国校足办开展全国首届幼儿足球师资国家级专项示范培训。2025 年计划：再创建 3 万所全国青少年校园足球特色学校；组建幼儿足球专家委员会，制订足球特色幼儿园发展规划，进一步开展足球特色幼儿园遴选和创建；实现每个试点县（区）建设一个“满天星”训练营，鼓励社会力量支持各级“满天星”训练营建设。（鲸媒体）

### 讲故事的“凯叔”五年五轮融资

儿童内容教育品牌“凯叔讲故事”完成由百度领投，新东方、好未来、坤言资本跟投的 C 轮融资，泰合资本担任本轮融资独家财务顾问。成立 5 年以来，“凯叔讲故事”已经完成五轮融资，其中 C 轮融资总金额超 5000 万美元。本轮融资将用于结合百度的智能语音交互等技术，进一步丰富及提升内容和服务体验。目前“凯叔讲故事”累计播出 9000 多个内容，仅自有 App 总播放量 40 亿次以上，用户平均日收听时长达到 50 分钟，总用户超过 3000 万。（鲸媒体）

### 掌门少儿全年营收预超 5 亿 布局在线少儿数理思维教育

掌门教育旗下在线少儿数理思维教育品牌掌门少儿正式宣布，学员续费率 89%，转介绍率突破 50%，单月营业额突破 4300 万元，预计 2019 全年营收突破 5 亿元人民币。掌门少儿隶属于掌门教育旗下，致力于为 4-12 岁儿童提供包括数理思维在内的在线教育课程，目前已开设数理思维、语文思维和学习力三大课程，旨在通过真人在线、趣味互动的教学方式，提升孩子的 9 大核心思维。（鲸媒体）



### 中教控股完成收购四川外国语大学重庆南方翻译学院

中教控股已完成对四川外国语大学重庆南方翻译学院的收购，耗资10.1亿元收购100%股权。计划通过融合赋能、资源共享和协同发展，支持四川外国语大学重庆南方翻译学院的人才培养品质进一步提升，使更多的学生可以享受优质的教育，以及西南地区能够受益于更强的人力资本。截止目前，该学院在校生约有1.3万名，并拥有重庆渝北区和綦江区两个校区，校园面积共1572亩。（鲸媒体）

### 绿橙教育获凯辉基金数千万美元B轮融资

绿橙教育宣布完成数千万美元B轮融资，本轮融资由中法凯辉创新基金领投，绿橙教育表示本轮融资将用于引进更专业的教学和教研团队，以及持续的技术开发。绿橙教育在北京现有海淀四季青汤泉园和朝阳大悦城园两家实体校区。预计在5年内累计开设17-20家直营线下大园，使绿橙发展成为全国连锁高端园的教育集团公司。（鲸媒体）

### 北京教委：人工智能学习将纳入中小学社会实践

北京市教委发布《北京促进人工智能与教育融合发展行动计划》指出：人工智能学习将纳入中小学社会实践。《计划》明确指出：到2020年，初步建成适应新一代人工智能发展的人才培养体系和科技创新体系，北京人工智能领域人才培养和科技创新优势进一步增强。到2025年，人工智能领域人才培养质量和科技创新能力显著提升，人工智能与教育融合取得重要进展，涌现出一批国际前沿标志性原创成果，聚集起一批具有国际影响力的创新团队，有力支撑北京成为国际人工智能创新中心。到2035年，北京人工智能与教育相互高效赋能，人工智能全面推动教育回归本真，教育持续支撑人工智能健康发展。（鲸媒体）

### 对啊网推出一对一学习规划服务，自考学员多选择在线自考

对啊网推出了“一对一”学习规划服务，每位学员报名学习后，对啊网会根据学员的实际情况为期配备专属的学习管家，学习管家在深入了解学员的学习基础、所报专业、所在地招考政策及工作生活状况后，为其量身规划学习路径，通过合理的配比提高学员学习效率，监督学员学习过程，以达到让学员在最短的时间内高效学习并一次性通过考试的目的。截至2019年7月，对啊网自考项目已经开设八个专业，服务学员24700余名，总计上课时长超11万小时。（多知网）

### 启德教育发布《2019加拿大留学报告》推出“金枫叶”高端产品

启德教育第三次发布《加拿大留学报告》，从加拿大整体留学概况、不同阶段留学申请指南、名校录取攻略、签证办理指引、就业与移民

指导等方面提供了专业的介绍与建议，旨在为加拿大留学意向家庭提供更多科学规划的参考依据。同时，推出加拿大金枫叶高端本科、研究生产品，在助力学生名校录取的同时，从留学前期外语竞争力，中期背景提升，到留学后期的学术竞争力、就业竞争力的提升等方面为学生提供全面规划与服务。（鲸媒体）

#### 宇华教育拟 14.9 亿元收购山东英才学院 90% 股权

宇华教育作价 14.92 亿元人民币，收购济南双胜教育咨询有限公司持有的山东英才学院 90% 股权，分四期支付。此次收购将大幅扩充丰富公司的教育种类和地区分布，并且凭借山东英才学院的领先地位提升在华北地区民办教育的竞争优势，从而提高盈利潜力和业务经营能力。山东英才学院始建于 1998 年，为山东省最大型的民办高校。据中国民办大学排行榜显示，英才学院过去 7 年蝉联中国民办大学前三名，目前共有 31500 名学生。宇华教育在河南有学校 27 所，湖南 1 所，泰国 1 所。其中包括 3 所大学，5 所高中，7 所初中，6 所小学以及 8 所幼儿园。（鲸媒体）

## 四、投资建议

上周，新东方和好未来相继发布最新一季财报，我们认为以下几个点值得关注：

（1）两大巨头均预计 2020 财年营收以人民币计增长约 30%+，整体仍乐观，但历史比较两大巨头发展表现有分化。新东方 17-19 财年营收年复合美元计增长 31.2%，按人民币换算增速差约 7 个百分点左右，按指引我们预估 20 财年营收美元计增长 20-30% 区间，高基数基础上我们认为增长表现稳健。好未来则从前几年 50-60% 的高增速（美元计）降至 30-40% 的增速带（人民币计），进入增速“下一台阶”的新阶段。具体来看，主要因为线下培优营收增长从 19Q3 开始（即 2018 年 9 月始）明显放缓，19Q1-Q2 营收（美元计，下同）同比增速仍有 50-60% 左右，而 19Q3-20Q1 营收增速降至 10-20% 左右。去年 8 月 22 日教培新规 80 号文正式发布，我们认为新规对培优线下运营可能产生一定制约影响。作为收入大头的线下培优，好未来营收增速的企稳回升仍有赖于培优线下营收增长的回温。

（2）营收表现差异的背后是两大巨头生源结构不同决定。新东方优能中学主要提供 13-18 岁初、高中生的学科辅导，目前初升高和高考仍存在明显的筛选机制，因此课外培训强需求变化不大，我们估算优能中学 19 财年招生增速约为 20-30%。好未来生源结构是正金字塔型，以小学生为主，在 80 号文新规和公民同招从区域化转为全国化背景下，一二线城市为主+小学生主体的结构使得学而思培优招生明显放缓。19 财年线下培优长期正价课程招生增速仍 30%+，但主要由 19Q1、Q2 贡献，19Q3、Q4 增速仅 20% 左右，20Q1 增速进一步降至 13%，生源增速放缓拖累了营收增速。



(3) 新东方利润率进入上升通道, 好未来加大营销利润率承压。18-19 财年, 新东方线下教室面积扩容分别达到 40%/+24%, 20 财年增长指引为 20%。随着线下扩张速度趋缓, 教室利用率逐季提高, 19Q4 利用率同比提高 100-200bp 达到 21%-22%。随着新东方运营重点逐步从关注产能增量(增加校区教室面积) 迁移到关注产能质量(提高教室利用率), 且合理控制营销投放, 新东方线下业务 Non-GAAP 经营利润率逐渐改善, 20 财年稳步走入上升通道。好未来押注在线业务, 旗下在线平台包括与学而思培优(线下) 互补的学而思在线和独立的学而思网校。在线教育整个市场仍处于砸钱打品牌获客的初期发展阶段, 虽线下巨头已有明确的品牌优势, 但对于快速扩大客群、绑住用户心智仍需要大量的营销投入和服务跟进。好未来 18Q4-19Q2 连续三个季度销售费用翻倍增长, 19Q3-20Q1 增速仍有 60-70% 左右, 销售费用率大幅提升, 且今年 4-7 月公司进行了大规模的暑期促销, 预计 20Q2 销售费用率仍将高企, 对利润率仍将形成压制。新东方同样关注在线教育, 但旗下新东方在线已成功上市, 且实现盈利, 具备独立造血和公开市场融资优势, 对集团整体盈利的影响可被线下业务盈利提升对冲抵消, 因此利润率维稳可控。

(4) 虽有品牌, 但离行业定价权仍有长路要走。新东方 17-19 财年招生年复合增长 31.4%, 同期营收年复合增长 31.2%; 好未来 17-19 财年招生年复合增长 88.6% (主要系在线招生高速增长), 同期营收年复合增长 56.8%, 可见两大巨头收入增长基本靠量增驱动。抛开近几年在线快速发展对 ASP 的下拉, 价升也一直不是 K12 课外培训行业的主要驱动因子, 这主要因为市场过于分散, 龙头相加不到 10%, 单个份额不超过 5%, 并没有定价权。我们认为新规加强监管是很好的行业集中度提升推动力, 通过行政手段出清中小机构, 龙头收割外流生源, 利用渠道下沉、在线布局等加大加快获客, 未来随着生源集聚、服务升级等加强行业定价权的获取。

## 五、风险提示

监管政策趋严带来的不确定性, 招生人数放缓风险, 并购整合不及预期, 商誉减值风险等。

## 分析师承诺

周菁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20% 以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10% 以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10% 以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。