

我们对托育行业的一些思考

——通过行业研究看托育行业发展趋势

黄莞(分析师)

史玲林 (研究助理)

电话: 020-88832319

执业编号: A1310517050001

邮箱: huanguan@gzgzhs.com.cn

A1310118080004

shi.linglin@gzgzhs.com.cn

2019年12月18日



彰显前瞻追随趋势

资本

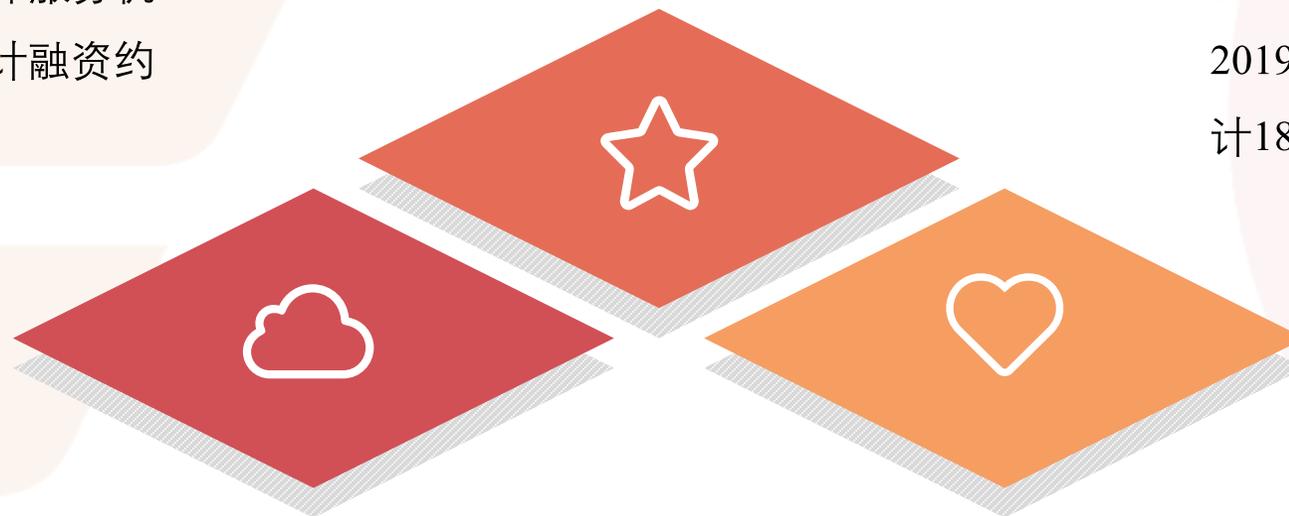
2019年早教托育线下实体服务机构完成投融资15起，累计融资约4.5亿元。

政策

顶层指导意见已出，税收优惠、财政补贴、人才建设、机构建设规范、设置规范及管理规范等政策意见已全部形成

消费

65%的家庭是有托育需求的。
2019年估算早教托育市场规模合计1800亿元。



一、政策：“幼有所育”思想下，规范化的政策加速落地

- ◆ 2020年前初步建立婴幼儿照护服务的政策法规体系和标准规范体系，并建成一批具有示范效应的婴幼儿照护服务机构。
- ◆ 2025年，婴幼儿照护服务的政策法规体系和标准规范体系基本健全，多元化、多样化、覆盖城乡的婴幼儿照护服务体系基本形成。



一、政策：最大利好政策——税收优惠能省多少钱？

- ◆ 相关的补贴和税收优惠的正式落地需要一段过程，预计或在2020年正式落地。
 - ◆ 税收优惠政策能够显著提高托育企业盈利能力，和投资回收速度。
- 1) 单店盈利模型方面：成熟期税后净利率预计可提升5-6pct
 - 2) 投资回收周期方面：可缩短5个月左右

税收优惠后

投资回收周期
20.51个月

税收优惠后

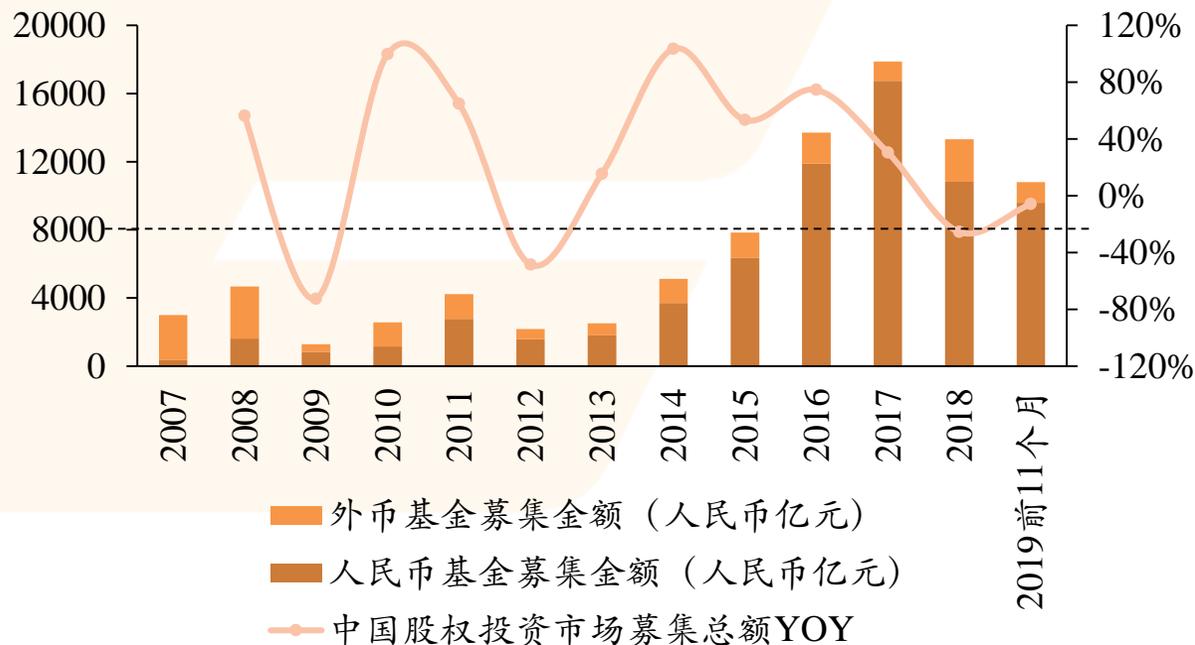
投资回收周期
26.13个月
(包含3个月筹备期、7个月开店成长期)

项目	绝对额	占比	税收优惠项目	绝对额	占比
运营收入	528.00	100%		528.00	100%
学费收入	480.00	90.91%		480.00	90.91%
餐费	48.00	9.09%		48.00	9.09%
不含税收入	498.11	94.34%	免增值税	528.00	100.00%
运营成本	401.16	75.98%		401.16	75.98%
租金水电	77.76	14.73%		77.76	14.73%
人力成本	155.40	29.43%		155.40	29.43%
其他成本	48.00	9.09%		48.00	9.09%
销售费用	50.40	9.55%		50.40	9.55%
管理费用	52.80	10.00%		52.80	10.00%
折旧摊销	16.80	3.18%		16.80	3.18%
税费	6.23	1.18%		2.64	0.50%
税前净利润	90.73	17.18%		124.20	23.52%
企业所得税	22.68	4.30%	减按90%计应纳税额	27.95	5.29%
税后净利润	68.05	12.89%		96.26	18.23%

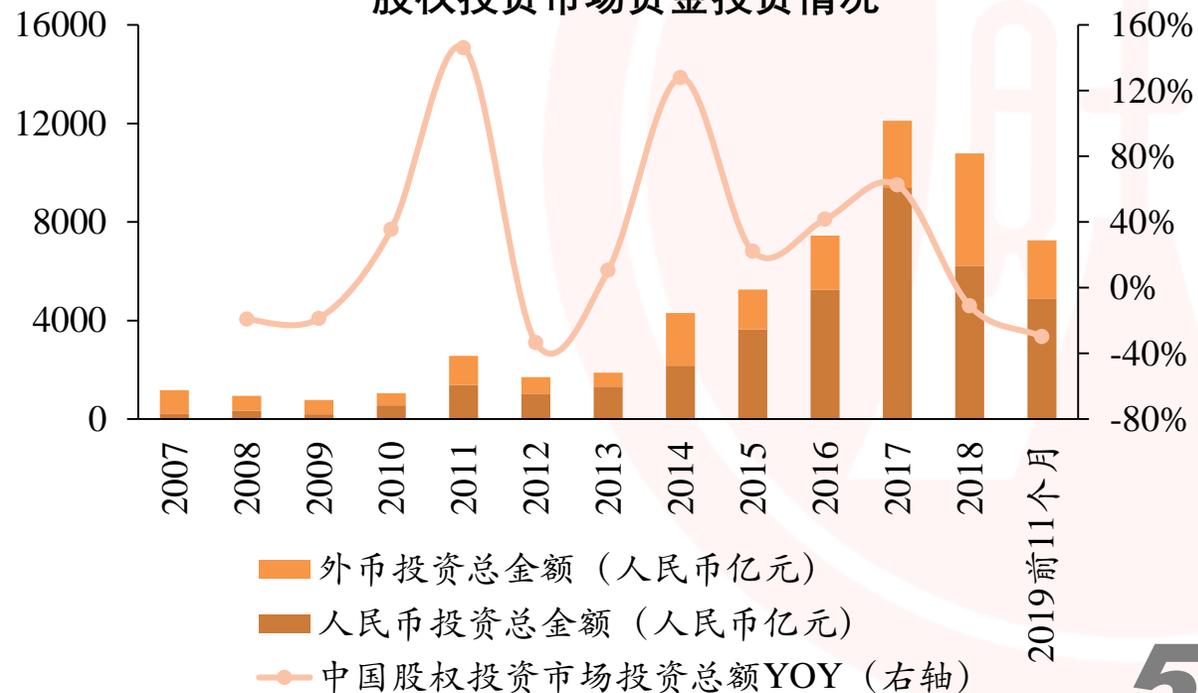
二、资本：市场趋冷，募资金额及投资金额下降

- ◆ 自2018年以来，二级市场估值下滑叠加中美贸易摩擦，一级市场“募资难”，机构“持币观望”现象显现，资金流入规模持续下跌，投资更趋于谨慎。头部投资机构投资放缓，企业融资周期将拉长。
- ◆ 具体来看，2019年前11月中国股权投资市场募资金额总额为1.08万亿元，同比下降5.81%，较此前下滑程度放缓（2018年募资金额同比下降25.55%）。投资金额方面，2019前11月全市场投资金额7257.54亿，同比下降29.71%，呈加速下滑态势（2018年投资金额同比下滑10.93%）。

股权投资市场资金募集情况

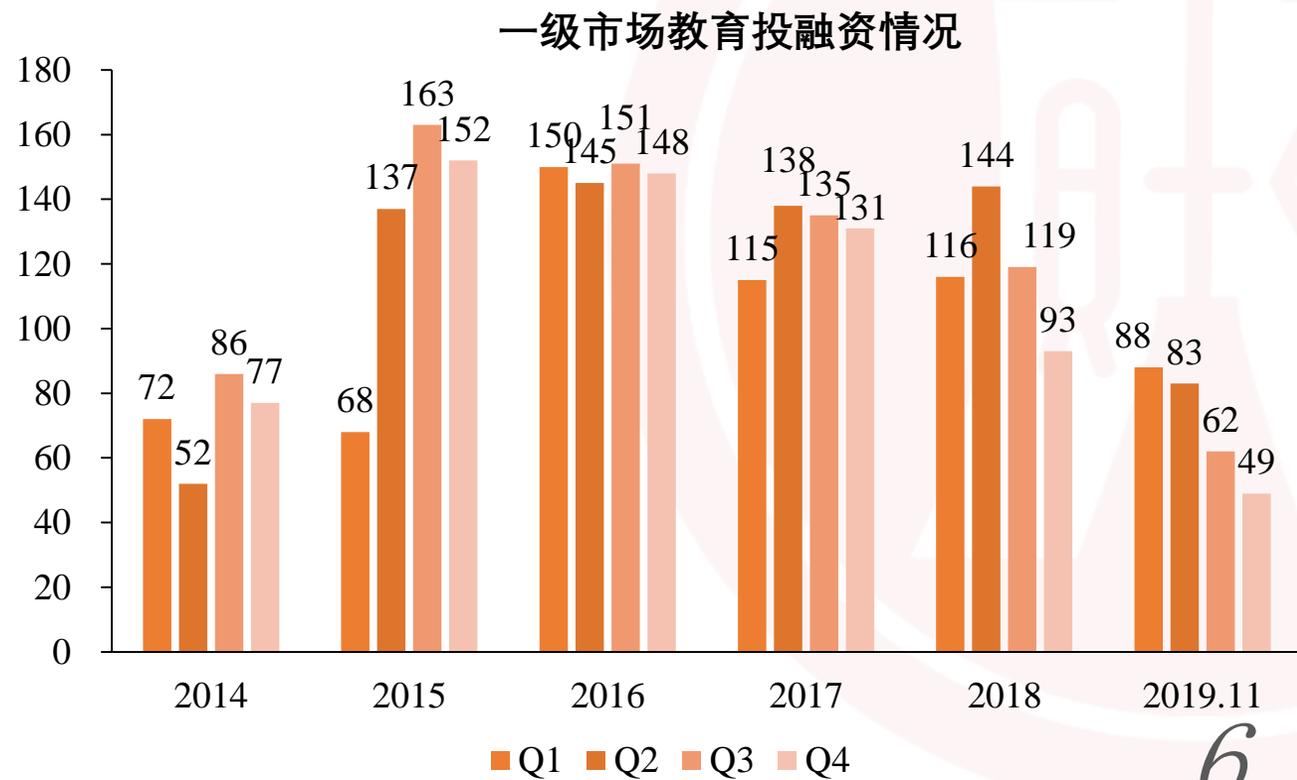
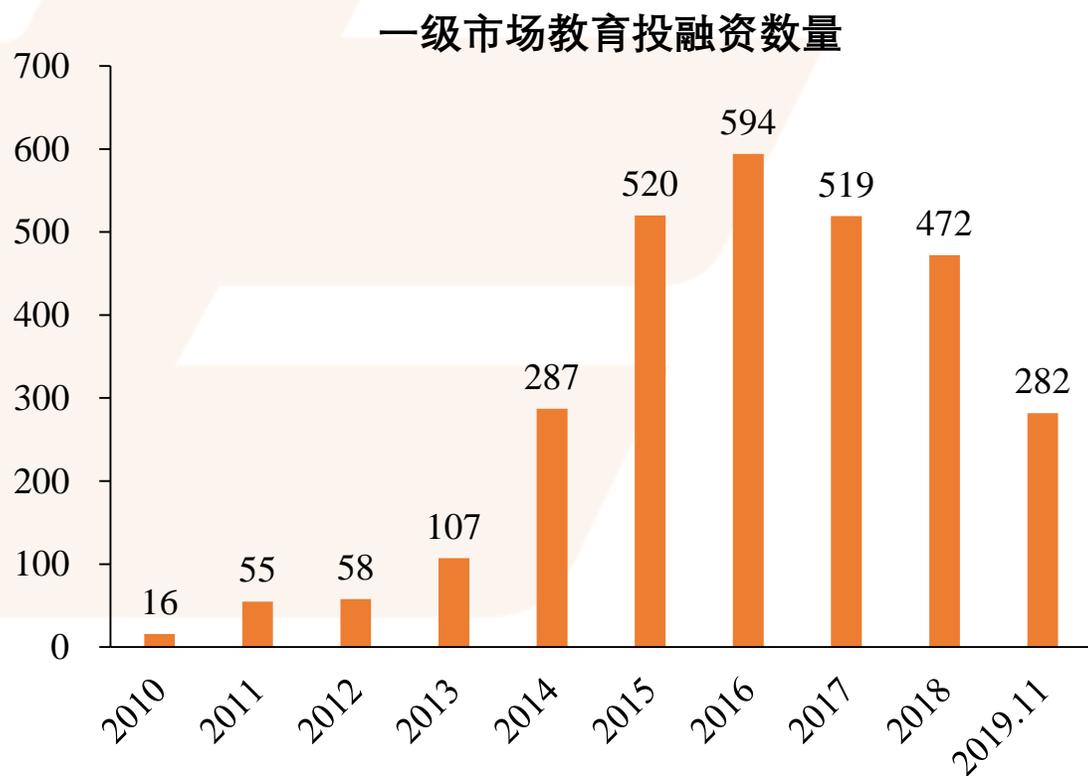


股权投资市场资金投资情况



二、资本：教育投资回归理性，近两年市场逐渐降温

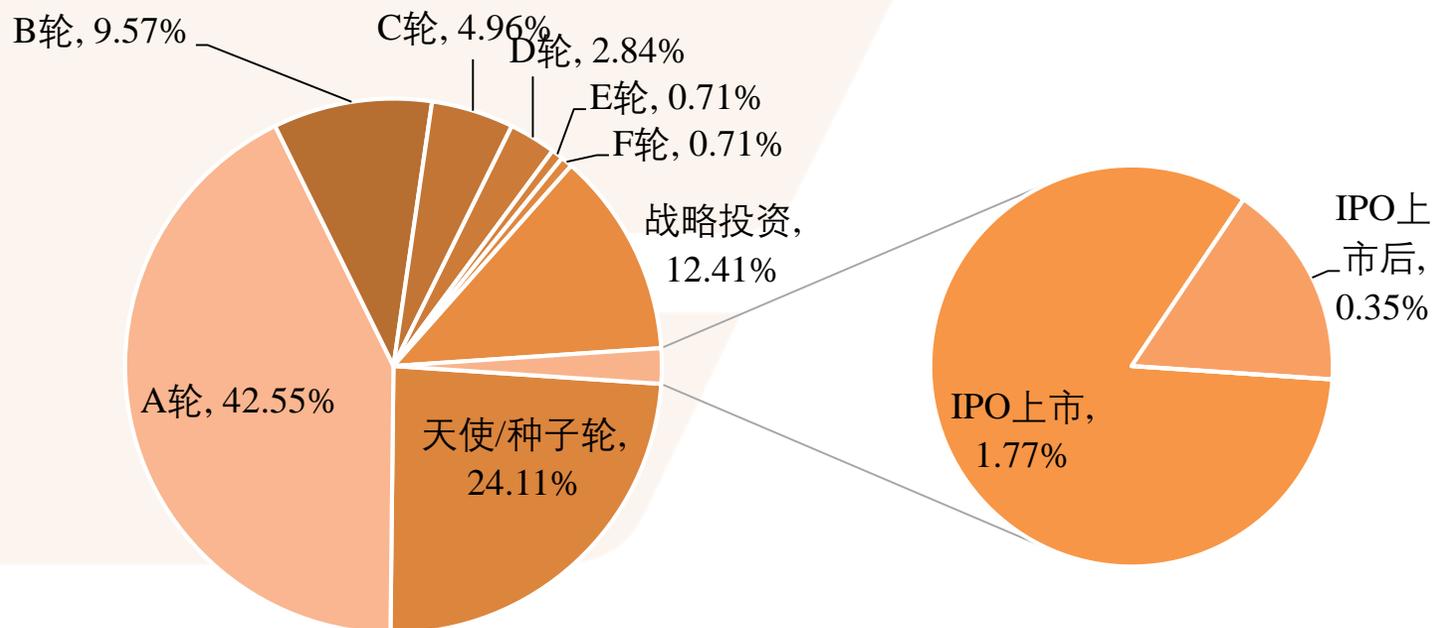
- ◆ 从一级市场的教育领域来看，2019年总体表现与全市场基本一致，整体趋于理性，大额投资涌向较成熟标的。从投融资数量看，教育投资自2018年Q2后投资事件数量下滑，市场回归理性。分年度来看，教育行业一级市场投资在2014至2018年保持高热度。2016年达到顶峰594起，随后市场逐渐降温，教育投资市场趋于理性。截至2019年11月30日，2019年教育投融资事件合计282起，较去年同期有所下降38%（Q3之前）。



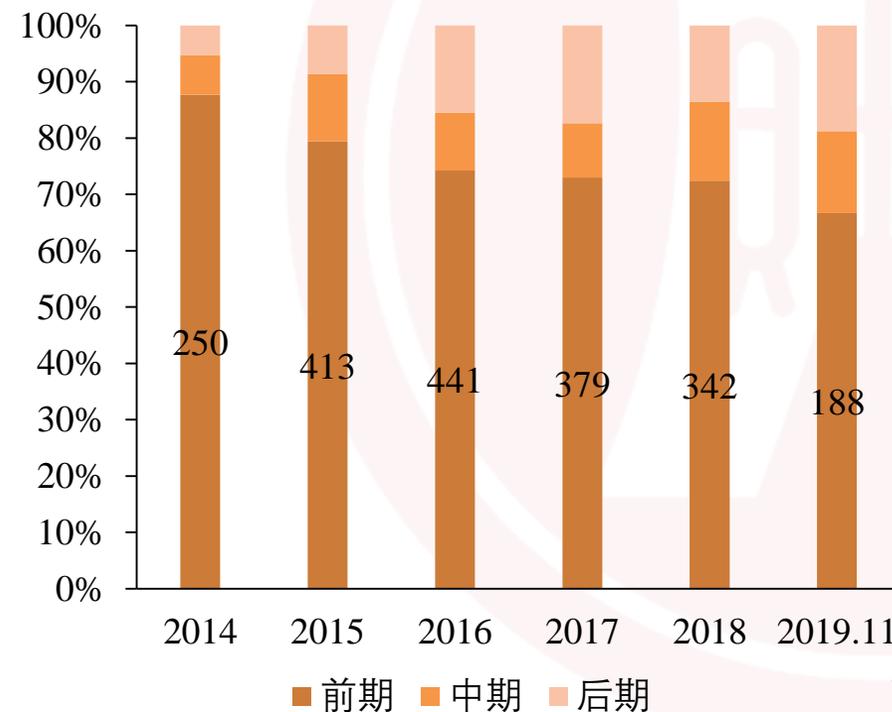
二、资本：教育整体融资轮次后移，中后期投资占比逐步提升

- ◆ 从融资轮次看，前期投资占主导，中后期投资占比逐步提升。教育行业投融资中，总体上前期投资占比最高，但2016年以来前期投资占比持续下滑。截至2019年11月30日，2019年中后期投资占比为33%。
- ◆ 教育市场投资进入分化期，存量标的融资能力有所强化，市场更加关注成熟标的。

教育整体投融资轮次分布情况



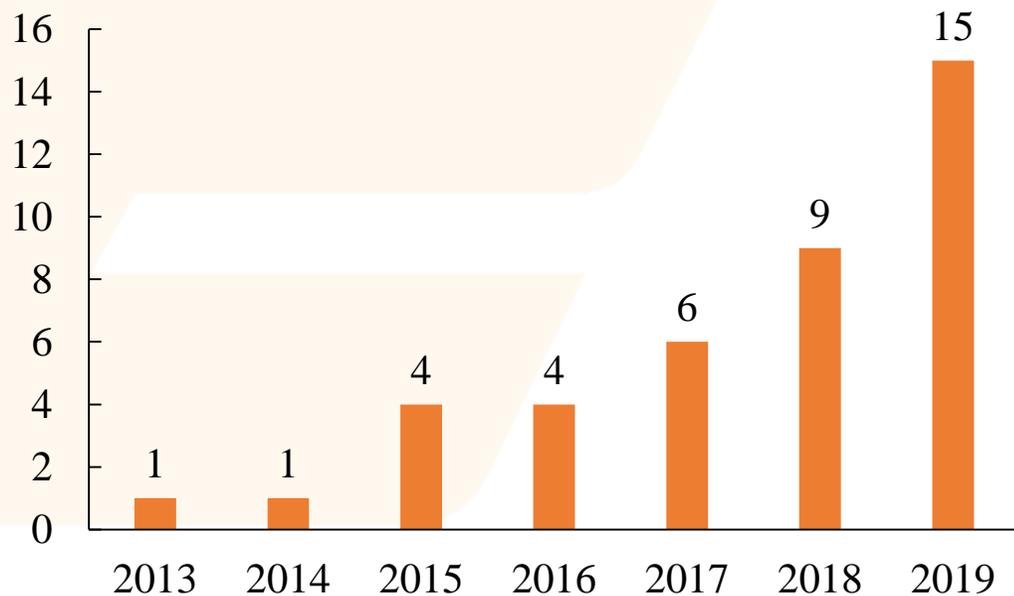
投资轮次整体后移，中后期占比提升



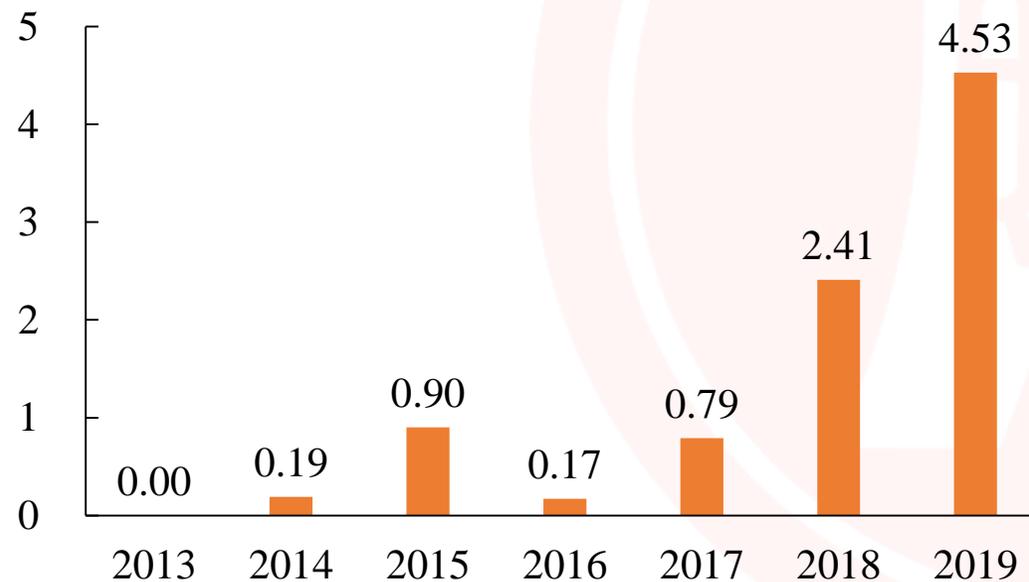
二、资本：对托育的关注度提升

◆ 2019年，受益于政策出台，资本对托育的关注度提升。2019年早教托育领域，线下实体服务机构完成投融资15起，累计融资约4.5亿元。包括积木宝贝、MoreCare茂楷、小马快跑、时光企鹅、孩子国精致托育、乐融儿童之家、多乐小熊、三优亲子、稚子社、纽约国际儿童俱乐部、十牛小镇、纽诺教育、圣顿教育、Urjoy school等14家机构，其中积木宝贝分别于年初和年尾融资2次。

早教托育投融资案例数量（个）



早教托育投融资金额(亿元)



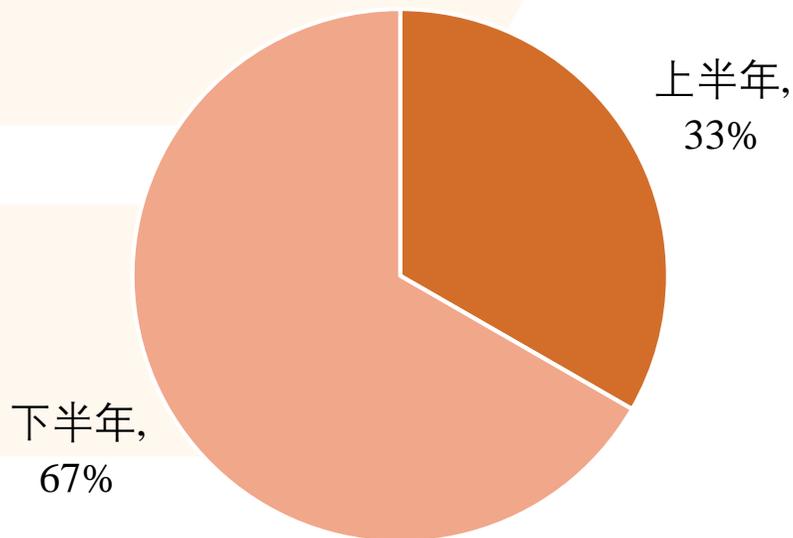
二、资本：对托育的关注度提升

◆ 从投资分布来看：

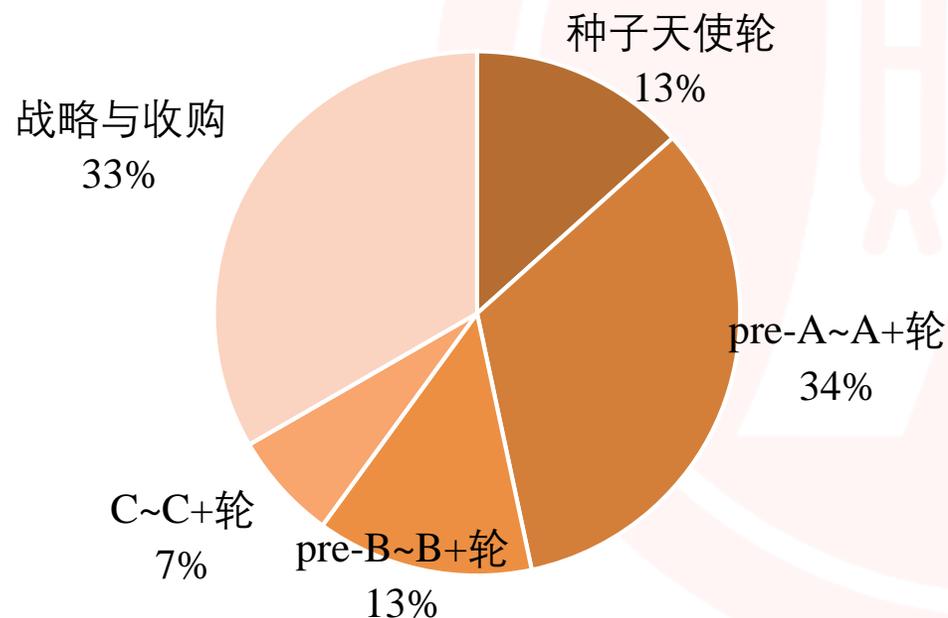
(1) 2019年上半年出手次数非常少，仅占33%，且获得融资的企业多数非第一次融资；在5月政策更加明朗之后，出手的次数才相应增多。

(2) 仅有的15次出手，分布在种子天使阶段的早期项目也仅有2例。

2019年早教托育投融资事件年内分布



2019年获取融资的早教托育机构轮次分布



二、资本：2019年获得融资的早教&托育机构一览

◆ 从投资对象来看：

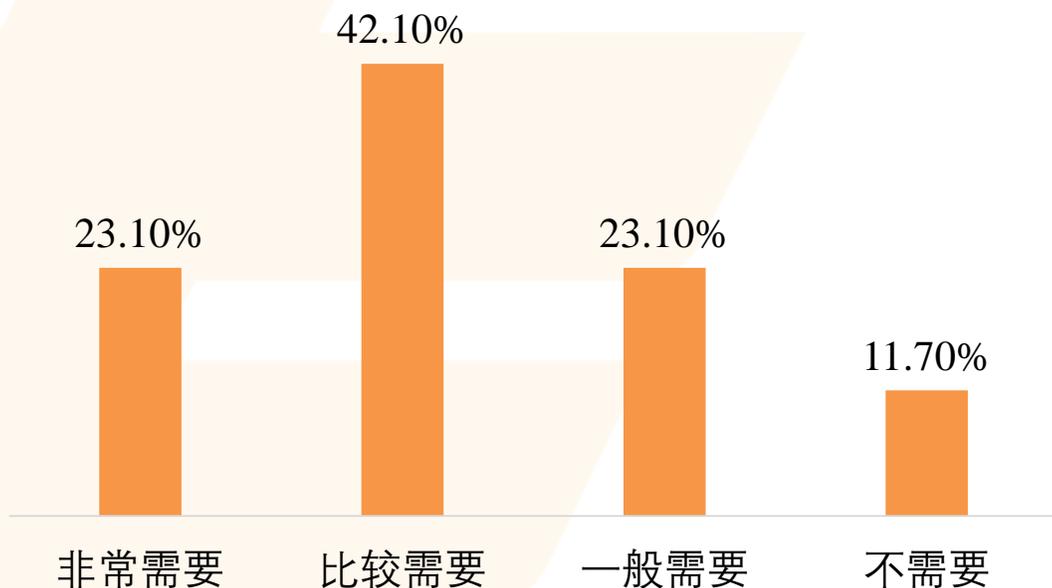
出手也多集中在行业内已经发展多年，具有一定规模的，或者本身是教育领域的创业者，至少有10家以上，才能验证单店模型是否能够跨区域复制进而规模化。

融资时间	标的	轮次	金额（万）	累计融资次数	成立时间	门店数量
2019-12-09	积木宝贝	B轮	1亿元	3	2010	180
2019-10-16	MoreCare茂楷	战略投资	1亿元	1	2017	11
2019-10-09	小马快跑	战略投资	——	2	2012	76
2019-09-19	孩子国	种子轮	数千万元	1	2005	27
2019-09-17	乐融儿童之家	战略投资	亿元及以上	1	2012	23
2019-08-29	多乐小熊	战略投资	——	3	2015	近100
2019-07-29	三优亲子	C轮	数千万元	2	2013	10
2019-07-11	稚子社	Pre-A轮	1000万元	1	2018	3
2019-07-03	NYC纽约国际	战略投资	1000万元	1	2012	160+
2019-05-22	十牛小镇	种子轮	数百万元	1	2019	——
2019-04-29	纽诺教育	B轮	数千万元	3	2009	33
2019-04-14	圣顿教育	Pre-A轮	——	2	2016	7
2019-03-26	Urjoy school	Pre-A轮	1000万元	2	2017	5
2019-02-28	积木宝贝	A+轮	数千万元	3	2010	180

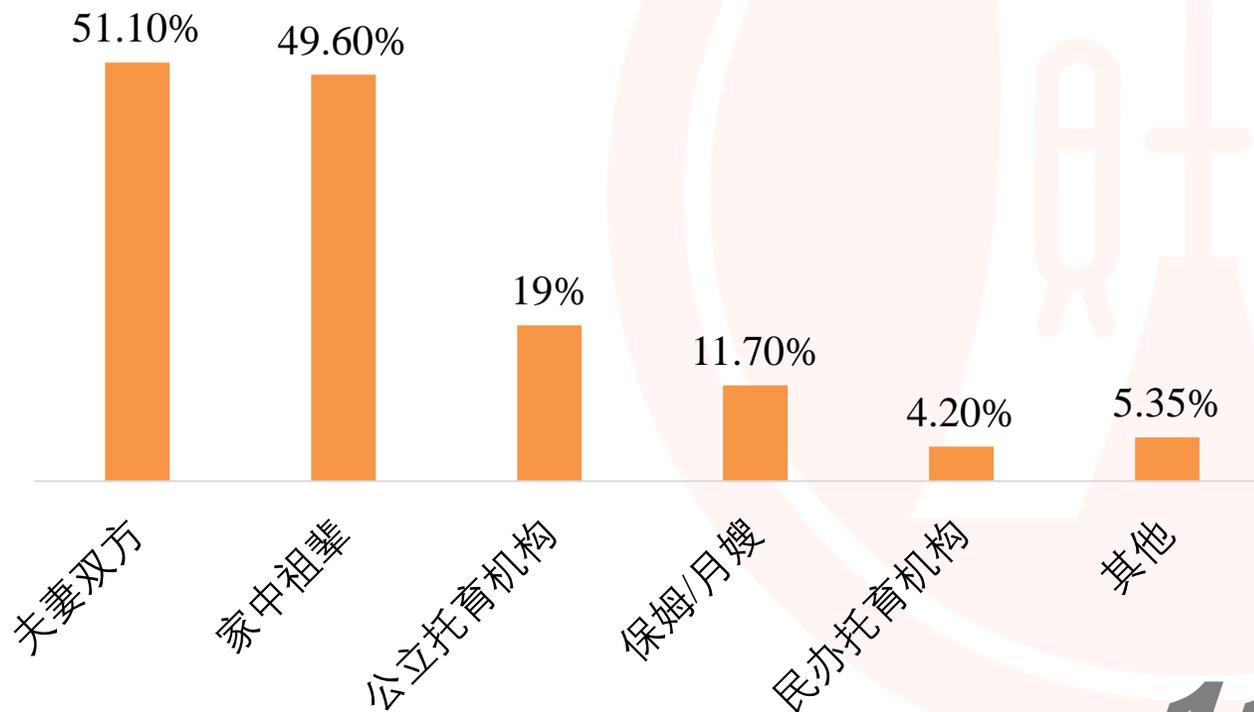
三、消费：消费意识正在改变

- ◆ 65%的家庭是有托育需求的，但50%左右是通过夫妻双方或家中祖辈完成的。
- ◆ 消费意识的转变需要一个过程。

2019年中国0-3岁婴幼儿托与服务需求度



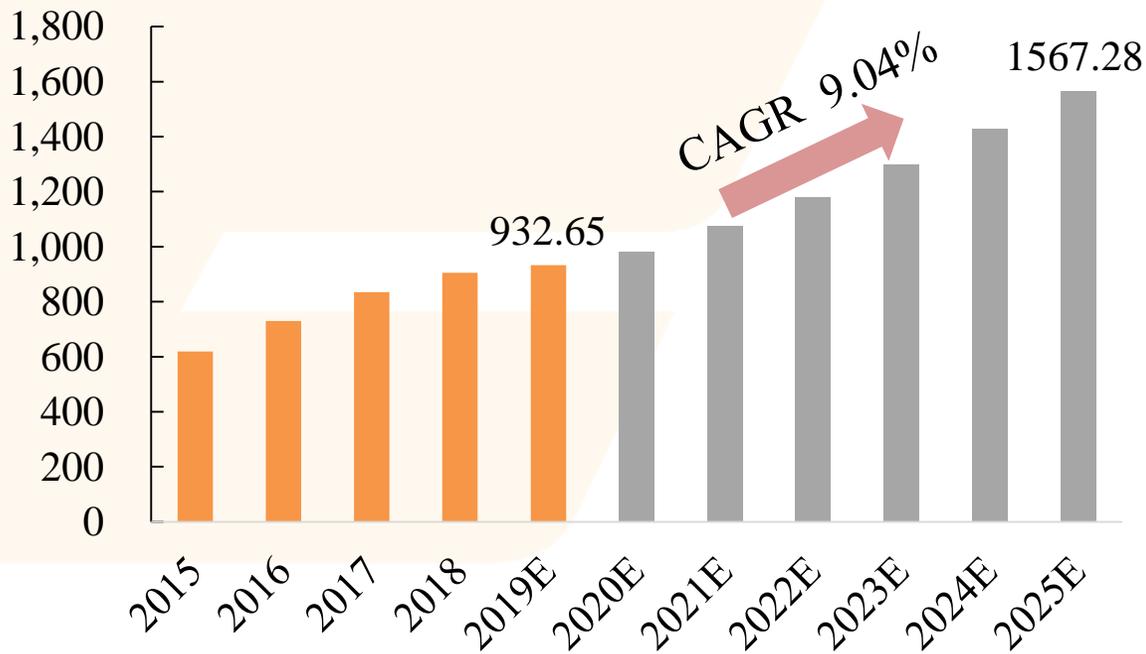
2019年中国0-3岁婴幼儿照护方式选择



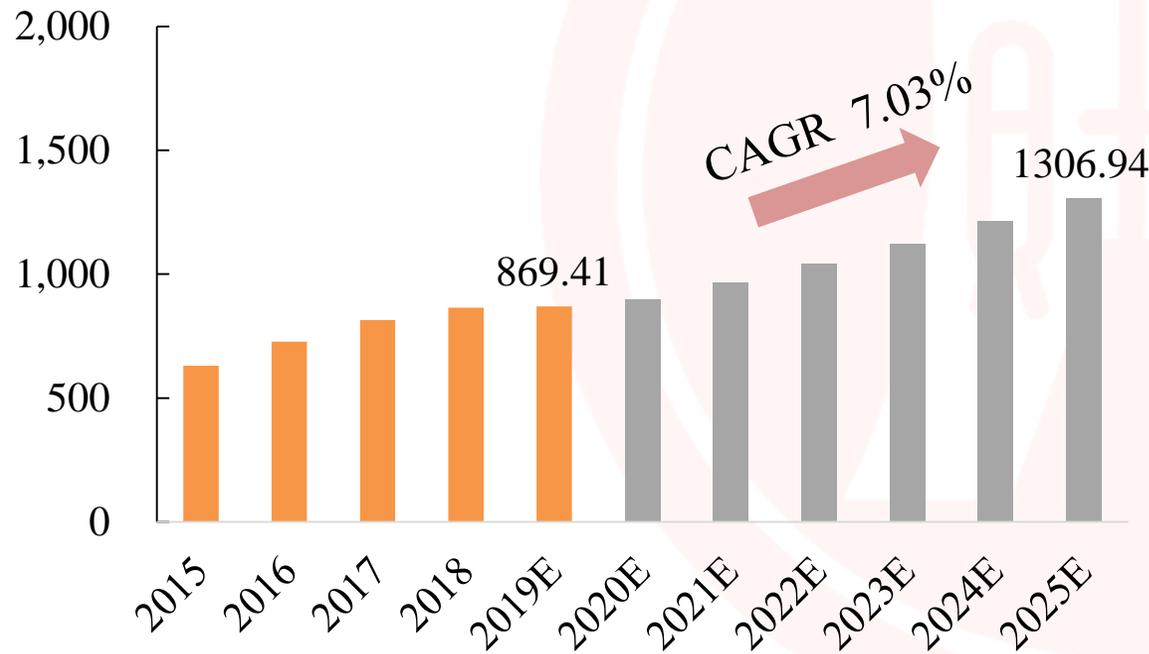
三、消费：渗透率提升推动市场扩容，估算早托市场规模约1800亿

- ◆ 我们估算2019年托育市场规模930亿元、早教市场规模870亿元，早托市场合计约1800亿元。
- ◆ 消费意识的觉醒带来渗透率提升，根据市场调研来看，目前全国平均早教渗透率约19%，托育渗透率约5%。早教每提升1%的渗透率，将带来45亿元的市场增量；托育每提升1%的渗透率将带来190亿元的市场增量。

估算2019年托育市场规模约930亿元



估算2019年早教市场规模约870亿元



四、竞争现状：早教品牌部分已全国化

- ◆ 早教头部品牌通过加盟已下沉至三四线城市，按网点估算CR6≈20.96%。根据百度地图显示，截至2019年4月，我国各品牌早教/托育中心共计18331个线下网点。从各品牌中心的区域分布来看，北上广深等一线城市网点数量占比不超过30%。

企业	美吉姆	红黄蓝	金宝贝	新爱婴	运动宝贝	东方爱婴
成立时间	2009年进入	1998年	2003年进入	2003年	2008年	1998年
直营/加盟	加盟	加盟	加盟	加盟	加盟	加盟
客单价（元/课时）	200-300	240-298	190-350	120-200		100-200
定位	中高端	中高端	中高端	中端	中端	中端
教学中心数	451	1300+	超500	492	超400	900
北京	30	26	30	1	2	5
上海	24	2	32	44	1	2
广州	15	8	25	23	0	5
深圳	5	12	18	10	1	3
一线城市中心数	74	48	105	78	4	15
一线城市占比	16%	4%	21%	16%	1%	2%

四、竞争现状：托育机构呈显著区域性

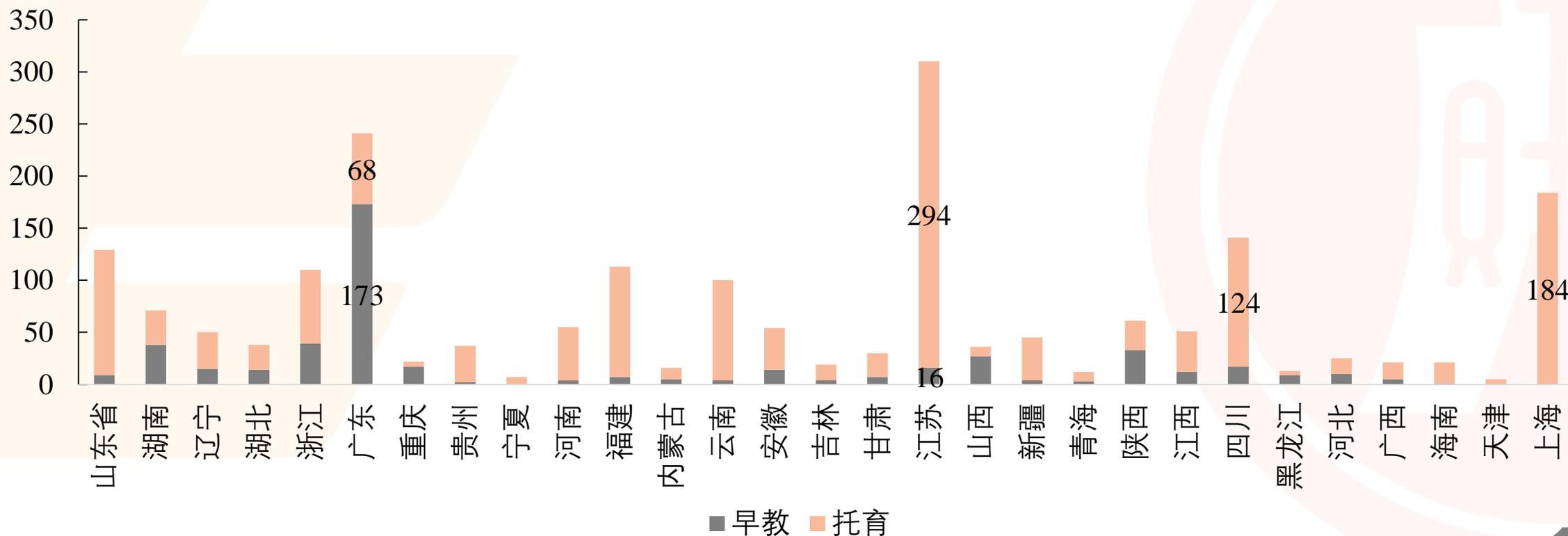
- ◆ 部分托育品牌来源于知名早教品牌，承袭原早教中心的特性，以加盟为主要扩张方式。如东方爱婴旗下的抱抱熊、运动宝贝旗下的Mommy home等。
- ◆ 自始至终独立发展的托育机构，目前以直营为主，仍呈显著的区域性特征。如广州的全优加、纽诺育儿等。目前托育机构主要集中在一线城市，主要受限于经济水平与消费意识。

企业	抱抱熊	多乐小熊	全优加	纽诺育儿	孩盟国际	妈咪助理
成立时间	2015年	2009年	2002年	2016年	2016年	2015年
直营/加盟	加盟	加盟	直营+加盟	直营	直营	直营
客单价（元/月）	3000-4500	6800-7500	3300-4300	5000-6000	3000-4000	5000-6000
定位	中高端	高端	中端	中端	中端	中端
教学中心总数	280家	45家	70家	26家	18家	12家
总部	北京	北京	广州	广州	杭州	北京
北京	3	25	-	-	-	12
上海	1	-	-	-	-	-
广州	3	1	33	23	-	-
深圳	1	2	8	2	-	-
一线城市中心数	11	28	41	25	0	12
一线城市占比(%)	8%	62%	59%	96%	主要在杭州	100%

四、竞争趋势：行业供给快速提升

- ◆ 据不完全统计，仅2019年新增的早教&托育中心约1964个。其中经营托育业务的1528个，经营早教业务的489个，营业范围同时包含早教&托育的合计53家。
- ◆ 2019年12月甘肃发文鼓励家政、物业开办公益托育，潜在的竞争对手可能更多，放开范围可达5396家。

各省份2019年新增注册的早教&托育中心



四、竞争趋势：部分企业经营不善导致资金链断裂

◆ 竞争加剧的情况下，盲目使用现金流扩张很容易导致资金断裂跑路。

2019年关店早教机构一览

爆发时间（月）	机构	所在地	现状	爆发时（月）	机构	所在地	现状
1	艾尔蒙	北京	停业关店	5	宝岛贝贝	郑州	3家门店关闭
1	培正逗点	上海	40家店停业关店	5	美之林	四川	申请破产
2	新爱婴	上海	1家门店关店	6	玛尔比恩	北京	股权纠纷
2	凯蒂·范	北京	跑路	6	宝知成	上海	关店
2	美育	北京	1家店关店	6	维乐教育	上海	关店
3	艺乐宝贝	杭州	关店	7	凯瑞宝贝	上海	关店
3	创意宝贝	武汉	门店关闭、老板失联	7	馨哈早教	上海	3家关闭
3	聪明树	大连	关店	7	花园宝宝	上海	1家关闭
4	朋恩日托	北京	18家店关闭	7	爱乐乐享	成都	1加盟店关闭
4	积木宝贝	合肥	关店	7	游乐慧早教	徐州	关闭
4	爱乐乐享	重庆	2加盟店关闭	10	爱乐乐享	北京	北京所有直营店关闭
4	悦宝园	上海	1家店关闭	10	纽约国际	北京	1家关闭
5	欧拉早教	北京	门店关闭、老板失联	10	迪贝芬兰	北京	关闭

五、对早教托育2020年发展的思考

- ◆ 目前供需两端都在快速释放，但需求提升是个中长期过程，供给方面则在短期快速提升，导致短期的市场竞争愈加激烈。
- ◆ 机构经营不善导致资金链断裂，进而跑路的事件越来越多，可能使得监管层加强对早托机构的收费周期管控，可能对标K12课外培训行业，即收费不超过3个月。
- ◆ 当下阶段，做好盈利，打造良好的单店盈利模型，谨慎使用现金流扩张。

2018年8月

国务院办公厅《关于规范校外培训机构发展的意见》指出培训机构一次性收费不超过**3个月**

2019年10月

武汉市发布关于促进3岁以下婴幼儿照护服务发展的实施意见》（征求意见稿）提及预收费不得超过**1个月**

五、对早教托育的思考：好的单店模型是怎样？（托育）

- ◆ **假设：**单店面积600m²，综合师生比1：5，以广州区位来考虑市场装修、器材、机构日常运营支出。
- ◆ **市场中性水平：**在**5000元/月**客单价，**满班率80%**的情况下，一个托育机构年营收约528万元，净利率**12.89%**。

项目	说明	绝对额（万元）	占比
运营收入		528.00	100%
学费收入	成熟期满班率80%，学费：5000元/月（1年按10个月计）	480.00	90.91%
	餐费500元/月（1年按10个月计）	48.00	9.09%
不含税收入	增值税6%	498.11	
运营成本		401.16	75.98%
租金水电等	月租3元/m ² /天+水电	77.76	14.73%
人力成本	1个园长/月薪1万+1保洁/月薪2500元+2客服/月薪4000元 +1保健医/月薪4000+21个老师	155.40	29.43%
其他成本	餐费不赚钱	48.00	9.09%
销售费用	2个销售/月薪6000元+宣传费用3万/月	50.40	9.55%
管理费用	10%左右	52.80	10%
折旧摊销	固定资产初始投入5年均摊	16.80	3.18%
税费	增值税附加、印花税	6.23	1.18%
税前净利润		90.73	17.18%
企业所得税	企业所得税25%	22.68	4.30%
税后净利润		68.05	12.89%

五、对早教托育的思考：好的单店模型是怎样？（托育）

- ◆ 为考察托育机构的盈利能力在不同满班率情况下的变动，我们对该单店模型进行敏感性分析，结论如下：
 - (1) 假设客单价5000元情况下，**55%的满班率是托育企业的生命线**，低于此阈值托育机构将面临亏损。
 - (2) 目前市场上托育机构满班率一般分布在50%~90%之间，**满班率每1%的提升，对应平均净利率提升0.37%**。

净利率 (%)	客单价 (元/月)				
	8000	7000	6000	5000	4000
90%	30.43%	26.84%	22.05%	15.36%	5.31%
85%	30.46%	26.87%	22.09%	15.40%	5.36%
80%	28.89%	25.08%	20.00%	12.89%	2.22%
75%	28.81%	24.99%	19.90%	12.77%	2.07%
70%	26.90%	22.81%	17.35%	9.71%	-2.33%
65%	24.70%	20.29%	14.42%	6.19%	-8.20%
60%	24.26%	19.79%	13.83%	5.48%	-9.38%
55%	21.41%	16.54%	10.04%	0.93%	-16.96%
50%	20.56%	15.56%	8.89%	-0.59%	-19.25%

五、对早教托育的思考：好的单店模型是怎样？（早教）

- ◆ **假设：**单店面积600m²，综合师生比1：5，以广州区位来考虑市场装修、器材、机构日常运营支出。
- ◆ **市场中性水平：**在**满班率70%、消课率60%**（96课时包）、**180元/课时**情况下，一个早教机构年营收约435万元，**净利率约11.26%**。

项目	说明	绝对额（万元）	占比
运营收入		435.46	
学费收入	成熟期满班率80%、消课率70%、课时费180元（年课包按96课时计）	435.46	100%
不含税收入	增值税6%	410.81	
运营成本		340.31	78.15%
租金水电等	月租3元/m ² /天+水电	77.76	17.86%
人力成本	1园长/月薪1万+1保洁/月薪2500元+1保健医/月薪4000+2客服/4000元+18个老师	137.40	31.55%
销售费用	4个销售/月薪6000元+宣传费用3万/月	64.80	14.88%
管理费用	10%左右	43.55	10%
折旧摊销	固定资产初始投入5年均摊	16.80	3.86%
税费	增值税附加、印花税	5.14	1.18%
税前净利润		65.37	15.01%
企业所得税	企业所得税25%	16.34	3.75%
税后净利润		49.03	11.26%

五、对早教托育的思考：好的单店模型是怎样？（早教）

◆ 课时价180元情况下：

(1) 消课率影响强于满班率。消课率60%、满班率70%的情况下：满班率每1%的提升，对应平均净利率提升0.46%；消课率每1%的提升，对应平均净利率提升0.91%。

(2) 增加满班率或消课率都能带来利润的提升，两者同步优化至57%满班率&57%的消课率是正盈利的分界岭。

假设：课单价180元										满班率1% 边际贡献 均值
净利率	满班率									
消课率	90%	85%	80%	75%	70%	65%	60%	55%	50%	
80%	28.9%	28.9%	26.8%	26.6%	24.0%	21.1%	20.4%	16.5%	15.2%	0.34%
75%	26.7%	26.7%	24.4%	24.2%	21.5%	18.3%	17.6%	13.5%	12.1%	0.37%
70%	24.2%	24.1%	21.7%	21.5%	18.6%	15.2%	14.4%	10.0%	8.5%	0.39%
65%	21.2%	21.2%	18.6%	18.3%	15.2%	11.6%	10.7%	6.0%	4.3%	0.42%
60%	17.8%	17.7%	14.9%	14.7%	11.3%	7.3%	6.4%	1.3%	-0.7%	0.46%
55%	13.7%	13.7%	10.6%	10.3%	6.6%	2.3%	1.3%	-5.7%	-8.3%	0.55%
50%	8.9%	8.8%	5.4%	5.1%	1.0%	-4.9%	-6.5%	-14.6%	-17.4%	0.66%
45%	2.9%	2.8%	-1.2%	-1.6%	-7.7%	-14.7%	-16.4%	-25.5%	-28.6%	0.79%
40%	-6.0%	-6.1%	-11.7%	-12.2%	-19.1%	-26.9%	-28.9%	-39.1%	-42.6%	0.91%
消课率1%边际贡献均值	0.87%	0.88%	0.96%	0.97%	1.08%	1.20%	1.23%	1.39%	1.45%	

五、对早教托育的思考：早教托育融合经营或可提高盈利能力

- ◆ 若单一早教能够保持60%消课率&70%满班率、托育有80%满班率，则单一业态的经营情况也相对良好。
- ◆ 早教托育融合经营或可提高盈利能力——在市场普遍运营能力水平下，托育盈利能力可能强于早教，混合布局时可优先考虑托育业态。我们在5000元托育和180元早教前提下，早教需要保持60%左右的消课率才能获得托育机构同等水平的净利率。

净利率		满班率								
托育	5000元	90%	85%	80%	75%	70%	65%	60%	55%	50%
		15.36%	15.40%	12.89%	12.77%	9.71%	6.19%	5.48%	0.93%	-0.59%
消课率		早教180元								
65%		21.22%	21.16%	18.58%	18.34%	15.19%	11.56%	10.67%	5.96%	4.33%
64%		20.58%	20.52%	17.90%	17.65%	14.45%	10.77%	9.86%	5.08%	3.42%
63%		19.92%	19.85%	17.19%	16.94%	13.69%	9.95%	9.02%	4.17%	2.49%
62%		19.23%	19.17%	16.46%	16.20%	12.91%	9.10%	8.16%	3.24%	1.52%
61%		18.52%	18.46%	15.71%	15.45%	12.10%	8.23%	7.27%	2.27%	0.52%
60%		17.79%	17.72%	14.93%	14.67%	11.26%	7.33%	6.36%	1.26%	-0.67%
59%		17.04%	16.97%	14.13%	13.86%	10.39%	6.39%	5.41%	0.23%	-2.10%
58%		16.26%	16.19%	13.30%	13.02%	9.50%	5.43%	4.43%	-1.12%	-3.57%
57%		15.45%	15.38%	12.44%	12.16%	8.57%	4.43%	3.41%	-2.60%	-5.09%
56%		14.61%	14.54%	11.55%	11.26%	7.61%	3.39%	2.36%	-4.13%	-6.66%
55%		13.74%	13.67%	10.62%	10.33%	6.61%	2.32%	1.26%	-5.72%	-8.30%

五、对早教托育的思考：如何搭配早教&托育？

- ◆ 早教托育融合经营或可提高盈利能力。
—— 单日早教人流>12人次时，可考虑独立1间早教课室专门运营。

托育课时价 (元/课时)	托育单位学位价值 (元/天)	托育课室价值 (元/天)
41.67	166.67	2500.00
早教课时价 (元/课时)	早教单位学位价值 (元/天)	托育课室价值 (元/天)
180.00	720.00	10800.00

注：托育教室：按月付费5000元、一月30天计算，托育学位每天的价值为166.67元。一间容量为15学位的托育教室单日价值约为 $166.67 \times 15 = 2500$ 元。

早教教室：按180元课时费、一天4课时计算，一个早教学位每天的价值为720元，一间容量为15学位的早教教室单日价值约为 $720 \times 15 = 10800$ 元

出勤率	托育课室价值	早教课室价值	对应学员人次
5%	125	540	
10%	250	1080	
15%	375	1620	
20%	500	2160	12
25%	625	2700	15
30%	750	3240	18
35%	875	3780	21
40%	1000	4320	24
45%	1125	4860	27
50%	1250	5400	30
55%	1375	5940	33
60%	1500	6480	36
65%	1625	7020	39
70%	1750	7560	42
75%	1875	8100	45
80%	2000	8640	48
85%	2125	9180	51
90%	2250	9720	54
95%	2375	10260	57
100%	2500	10800	60



做好单店模型，谨慎使用现金流扩张

- ◆ 税收政策、资本注入和消费市场扩容等利好因素都需要时间释放，对早托机构的收费周期管控可能不超过3个月。当下阶段，做好盈利，打造良好的单店盈利模型，谨慎使用现金流扩张。



重视满班率和消课率

- ◆ 在80%满班率下托育净利率12.89%；55%的满班率是托育企业的生命线；满班率每1%的提升，对应平均净利率提升0.37%。
- ◆ 在70%满班率、60%消课率下早教净利率11.26%；消课率影响强于满班率，两者同步优化至57%满班率&57%的消课率是正盈利的分界岭。



早教托育融合经营或可提高盈利能力

- ◆ 在市场普遍运营能力水平下，托育盈利能力可能强于早教，混合布局时可优先考虑托育业态。
- ◆ 日早教人流>12人次时，可考虑独立1间早教课室专门运营。

广证恒生

研究极客+BANKER

三大行业方向，全面打通主板+新三板

打造金融服务闭环，助力企业腾飞

拥有国内规模最大的新三板研究团队

做中国新三板研究极客



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG



广证恒生致力于成为具有卓越行业研究力并为中小成长企业提供投融资综合解决方案、为投资机构提供专业研究服务的专家型金融服务机构。广证恒生拥有目前国内规模最大的新三板研究团队，做中国新三板研究极客，致力于做打通主板与新三板、跨市场的产业链研究专家，集各方资源和智慧，发挥协同优势，做企业对接资本市场的桥梁，做企业上下游资源整合的桥梁，做优秀机构对接企业的桥梁。



广证恒生

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。



分析师承诺

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。