

社会服务

亏损收窄，大语文报名人数高增长

2020年08月26日

一豆神教育(300010.SZ)2020年中报点评

公司评级：买入（维持）

分析师：顾静

执业证书号：S1030510120007

电话：0755-83199599

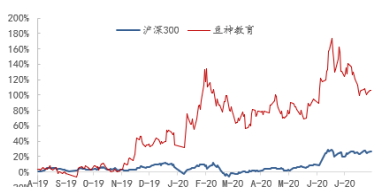
邮箱：gujing@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告

1. 《立思辰(300010.SZ)深度研究报告-专注大语文，业绩迎来拐点》2020.4.3
2. 《立思辰(300010.SZ)1季度业绩预告点评-短期亏损，大语文业务继续向好》2020.4.10
3. 《立思辰(300010.SZ)2019年报&20Q1业绩点评-大语文业务业绩高于预期》2020.4.30
4. 《立思辰(300010.SZ)点评报告-定增引入战略投资，助力大语文发展》2020.7.13

豆神教育(300010.SZ)与沪深300对比表现



公司数据

Wind 资讯

|           |        |
|-----------|--------|
| 总市值(百万)   | 168.45 |
| 流通市值(百万)  | 141.13 |
| 总股本(百万股)  | 868.32 |
| 流通股本(百万股) | 727.45 |
| 日均成交额(百万) | 364.29 |
| 近一个月换手(%) | 53.76  |
| 第一大股东     | 池燕明    |

请务必阅读文末重要声明及免责声明

核心观点

- 1) 二季度业绩改善，中报亏损收窄。受疫情影响，公司2020Q1营业收入及归母净利润同比增速分别下降72%、590.3%；公司2020Q2营业收入为5.81亿元，同比增长34%，归母净利润为4538万元，同比增长329%。2020上半年，公司实现营业收入7.13亿元，同比下降21%，归母净利润亏损9472万元，同比下降341.9%，较1季度亏损1.4亿元已收窄。
- 2) 公司大语文业务报名人数同比增长71%，有望助力后期业绩增长。截至6月30日，公司大语文直营合作学习中心数量保持111个，加盟学习中心数量为346个，较2019年底增加21家。上半年报名学生人次为116,632人，同比增长70.90%；当期累计在读学生人次为117,360人，同比增长126.59%。我们认为，公司报名人数大幅增长主要与低价引流有关，由于生均单价较低，公司现金收款19,630万元，同比下降15.5%，后期该部分学员留存转化为正价学员后，有望助力业绩增长。
- 3) 受新冠疫情影响，公司大语文业务在线及B2B销售收入同比大幅增长，线下业务将逐步恢复。报告期，公司大语文学习业务确认收入18,155万元，同比增长26.53%。具体来看：公司分校销售收入同比增长5.29%，占比为51%，下降10.3pct；线上业务销售收入同比增长225.19%，占比为19.2%，增加11.7pct；B2B业务收入同比增长216.03%，占比为20.4%，增加12.2pct；加盟业务销售收入同比下降48.4%，占比为9.4%，下降13.7pct。报告期，公司北京地区线下业务销售收入占比为61%，同比下降50.4%。8月8日，北京校外线下培训机构已开始申请复课，预计公司线下业务也将逐步恢复正常，提升净利率（上半年为13.32%，下降14.5pct）。
- 4) 盈利预测与投资评级。2020-2022年，我们预测公司EPS分别为0.06元、0.24元、0.45元，对应PE分别为351.8倍、82.4倍、43.1倍。短期来看，公司吸收合并在线大语文公司“明兮”教育，有助于减轻疫情负面影响；若剥离除大语文和升学业务以外的绩差资产将显著降低估值。长期来看，公司已与个性化教育机构凹凸教育达成战略合作协议，丰富教学产品，优势互补，不断夯实在大语文优势赛道中的先发竞争优势，未来有可能成长为学科培训头部企业；对比好未来，公司目前处于扩张期，可享有一定的估值溢价，维持“买入”评级。

5) 风险提示：业务发展低于预期、市场竞争、政策风险。

| 预测指标      | 2019A   | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 1979.34 | 2102.74 | 2616.54 | 3241.96 |
| 收入同比      | 1.38%   | 6.23%   | 24.43%  | 23.90%  |
| 净利润(百万元)  | 30.59   | 47.89   | 204.33  | 387.89  |
| 净利润同比     | 102.20% | 56.54%  | 326.66% | 89.84%  |
| 毛利率       | 40.44%  | 43.08%  | 46.33%  | 49.19%  |
| 归母净利率     | 0.55%   | 2.28%   | 7.81%   | 11.96%  |
| EPS(元)    | 0.04    | 0.06    | 0.24    | 0.45    |
| PE(倍)     | 690.26  | 440.96  | 103.35  | 54.04   |

## 一、盈利预测及投资评级

### 1、盈利预测

#### (1) 关键假设

##### 1) 收入

2020-2022年，我们预计公司营业收入分别为21亿元、26.2亿元、32.4亿元，同比增速分别为6.23%、24.43%、23.90%。

##### a. 大语文业务

2020-2022年，我们预计大语文业务营业收入分别为8.02亿元、12.63亿元、18.36亿元，同比增速分别为83.1%、57.5%、45.3%。

**线下：**结合公司“1+3”拓展模式，2020-2022年，我们预计直营店学习中心分别新增60个、50个、50个，预计当期累计就读人数分别为16.3万人、22.5万人、28万人，同比增速分别为58.6%、37.7%、24.3%；我们预计公司分别新增加盟店学习中心200个、150个、108个；人均学费根据2019年数据，考虑疫情影响，同比增长为5%左右；单店加盟费保持26万元/家左右。

**线上：**疫情期间，2020年1季度分校业务报名人次为2.65万人，同比增长94.3%，估计线上就读人次大幅增长，参考2019年数据，2020-2022年，预计线上就读人次分别为47.9万次、105.4万次、189.7万次，同比增速分别为150%、90%、70%；客单价同比增速为5%。

Figure1 大语文业务收入预测关键假设条件

| 1、线下业务 |       | 2019    |       |          | 2020E   |       |          | 2021E   |       |          | 2022E   |       |          |
|--------|-------|---------|-------|----------|---------|-------|----------|---------|-------|----------|---------|-------|----------|
|        |       | 学习中心(个) | 占比    | 就读人次(万次) | 学习中心(个) | 占比    | 就读人次(万次) | 学习中心(个) | 占比    | 就读人次(万次) | 学习中心(个) | 占比    | 就读人次(万次) |
| 直营店    | 1年    | 18      | 16.2% | 1.0      | 60      | 35.1% | 3.3      | 50      | 22.6% | 2.8      | 50      | 18.7% | 2.8      |
|        | 2年    | 46      | 41.4% | 3.9      | 18      | 10.5% | 1.5      | 60      | 27.1% | 5.0      | 40      | 14.9% | 3.4      |
|        | 3年    | 40      | 36.0% | 4.4      | 46      | 26.9% | 5.1      | 18      | 8.1%  | 2.0      | 60      | 22.4% | 6.7      |
|        | 4年    | 7       | 6.3%  | 1.0      | 40      | 23.4% | 5.4      | 46      | 20.8% | 6.3      | 18      | 6.7%  | 2.4      |
|        | 5年    |         |       | 10.3     | 7       | 4.1%  | 1.0      | 40      | 18.1% | 5.5      | 46      | 17.2% | 6.3      |
|        | 6年及以上 |         |       |          |         |       |          | 7       | 3.2%  | 1.0      | 47      | 20.1% | 6.4      |
|        | 合计    | 111     | 100%  | 10.3     | 171     | 100%  | 16.3     | 221     | 100%  | 22.5     | 261     | 100%  | 28.0     |

|                 |                       |              |        |               |       |               |       |               |       |
|-----------------|-----------------------|--------------|--------|---------------|-------|---------------|-------|---------------|-------|
|                 | 同比增速                  |              | 109.5% |               | 58.6% |               | 37.7% |               | 24.3% |
|                 | 人均学费<br>(元/学期)        | 2543         |        | 2671          |       | 2804          |       | 2944          |       |
|                 | 同比增速                  | 2.0%         |        | 5.0%          |       | 5.0%          |       | 5.0%          |       |
|                 | 营业收入<br>(百万元)         | 262          |        | 437           |       | 631           |       | 824           |       |
|                 | 同比增速                  | 113.6%       |        | 66.5%         |       | 44.6%         |       | 30.5%         |       |
| 加盟<br>店         | 学习中心<br>(个)           | 325          |        | 525           |       | 675           |       | 783           |       |
|                 | 新增(个)                 | 246          |        | 200           |       | 150           |       | 108           |       |
|                 | 单店加盟费<br>(万元)         | 26.36        |        | 26.10         |       | 26.10         |       | 26.10         |       |
|                 | 同比增速                  | -1.3%        |        | -1.0%         |       | 0.0%          |       | 0.0%          |       |
|                 | 营业收入<br>(百万元)         | 85.67        |        | 137.01        |       | 176.15        |       | 204.33        |       |
|                 | 同比增速                  | 306.2%       |        | 59.9%         |       | 28.6%         |       | 16.0%         |       |
| <b>2、线上业务</b>   |                       | <b>2019</b>  |        | <b>2020E</b>  |       | <b>2021E</b>  |       | <b>2022E</b>  |       |
|                 | 累计就读人次<br>(万次)        | 20.66        |        | 51.65         |       | 98.13         |       | 166.82        |       |
|                 | 同比增速                  |              |        | 150.0%        |       | 90.0%         |       | 70.0%         |       |
|                 | 人均学费<br>(元/人)         | 315          |        | 331           |       | 347           |       | 365           |       |
|                 | 同比增速                  |              |        | 5.0%          |       | 5.0%          |       | 5.0%          |       |
|                 | <b>营业收入<br/>(百万元)</b> | <b>65</b>    |        | <b>170.84</b> |       | <b>340.82</b> |       | <b>608.36</b> |       |
|                 | 同比增速                  | 106.3%       |        | 162.5%        |       | 99.5%         |       | 78.5%         |       |
|                 | 占比                    | 14.9%        |        | 21.3%         |       | 27.0%         |       | 33.1%         |       |
| <b>3、B2B 业务</b> |                       | <b>2019</b>  |        | <b>2020E</b>  |       | <b>2021E</b>  |       | <b>2022E</b>  |       |
|                 | <b>营业收入<br/>(百万元)</b> | <b>19.16</b> |        | <b>47.90</b>  |       | <b>105.38</b> |       | <b>189.68</b> |       |
|                 | 同比增速                  | 284.7%       |        | 150.0%        |       | 120.0%        |       | 80.0%         |       |
| 合<br>计          | <b>营业收入<br/>(百万元)</b> | <b>438</b>   |        | <b>802</b>    |       | <b>1263</b>   |       | <b>1836</b>   |       |
|                 | <b>yoy</b>            | 142.9%       |        | 83.1%         |       | 57.5%         |       | 45.3%         |       |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

### b. 高考升学咨询业务

参考公司历史数据，结合行业发展前景，2020-2022年，预计营业收入同比增速分别为30%、25%、20%。

Figure2 高考升学咨询业务收入预测关键假设条件

|          | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(万元) | 16187.9 | 21044.3 | 26305.4 | 31566.5 |
| 同比增速     | 38.2%   | 30.0%   | 25.0%   | 20.0%   |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

### c. 其他业务

公司暂未完成分拆的业务，参考历史数据大致预计，后期根据公司分拆进度再调整。

Figure3 公司主营业务收入预测关键假设条件

|                   | 2018        | 2019        | 2020E       | 2021E       | 2022E       |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业收入-合计</b>    |             |             |             |             |             |
| (亿元)              | <b>19.5</b> | <b>19.8</b> | <b>21.0</b> | <b>26.2</b> | <b>32.4</b> |
| 同比增速              |             | 1.4%        | 6.2%        | 24.4%       | 23.9%       |
| <b>一、教育类业务</b>    |             |             |             |             |             |
| (亿元)              | <b>14.7</b> | <b>17.2</b> | <b>19.2</b> | <b>24.3</b> | <b>30.5</b> |
| 占比                | 75.5%       | 86.8%       | 91.1%       | 92.8%       | 94.2%       |
| 1、大语文业务           | 1.8         | 4.4         | 8.0         | 12.6        | 18.4        |
| 同比增速              |             | 142.9%      | 83.1%       | 57.5%       | 45.3%       |
| 占比                | 9.2%        | 22.1%       | 38.2%       | 48.3%       | 56.6%       |
| 2、高考升学咨询业务        | 1.2         | 1.6         | 2.1         | 2.6         | 3.2         |
| 同比增速              |             | 38.15%      | 30.00%      | 25.00%      | 20.00%      |
| 占比                | 6.0%        | 8.2%        | 10.0%       | 10.1%       | 9.7%        |
| 3、叁六零留学业务         | 0.7         | 0.8         | 0.74        | 0.74        | 0.74        |
| 同比增速              |             | 15.92%      | -10.00%     | 0.00%       | 0.00%       |
| 占比                | 3.7%        | 4.2%        | 3.5%        | 2.8%        | 2.3%        |
| 4、智慧教育业务等         | 11.3        | 10.4        | 8.3         | 8.3         | 8.3         |
| 同比增速              |             | -8.55%      | -20.00%     | 0.00%       | 0.00%       |
| 占比                | 58.0%       | 52.3%       | 39.4%       | 31.6%       | 25.5%       |
| <b>二、内容（安全）管理</b> |             |             |             |             |             |
| <b>解决方案</b>       | <b>3.7</b>  | <b>2.1</b>  | <b>1.9</b>  | <b>1.9</b>  | <b>1.9</b>  |
| 同比增速              |             | -43.7%      | -10.0%      | 0.0%        | 0.0%        |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

### 2) 毛利率

结合历史数据，综合考虑疫情影响，2020-2022年，预计公司教育类业务毛利率分别为43.67%、47.05%、49.94%；内容（安全）管理解决方案业务毛利率保持在约37%的水平。

Figure4 公司主营业务毛利率关键假设条件

|              | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 教育类业务        | 39.74% | 40.54% | 43.67% | 47.05% | 49.94% |
| 内容（安全）管理解决方案 | 35.27% | 37.05% | 37.00% | 37.00% | 37.00% |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

### 3) 期间费用率

2020年1季度，公司智慧教育受疫情影响较大，费用率显著提升，预计2020年费用率较高，之后逐年回落，2020-2022年，期间费用预计如下：

Figure5 公司期间费用关键假设条件

|       | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用率 | 18.01% | 12.82% | 14.00% | 12.80% | 12.50% |
| 管理费用率 | 16.65% | 12.80% | 13.80% | 12.80% | 12.50% |
| 研发费用率 | 7.12%  | 4.10%  | 4.00%  | 4.00%  | 4.00%  |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

### (2) 盈利预测

2020-2022年，我们预测公司归属于母公司净利润分别为4789万元、20433万元、38789万元，同比增速分别为56.54%、326.66%、89.84%。

## 2、估值与评级

2020-2022年，我们预测公司EPS分别为0.06元、0.24元、0.45元，对应PE分别为351.8倍、82.4倍、43.1倍。**短期来看**，公司吸收合并在线大语文公司“明兮”教育，减轻疫情负面影响，若剥离除大语文和升学业务以外的绩差资产将显著降低估值。**长期来看**，公司已与个性化教育机构凹凸教育达成战略合作协议，丰富教学产品，优势互补，不断夯实在大语文优势赛道中的先发竞争优势，未来有可能成长为学科培训头部企业，对比好未来，公司目前处于扩张期，可享有一定的估值溢价，维持“买入”评级。

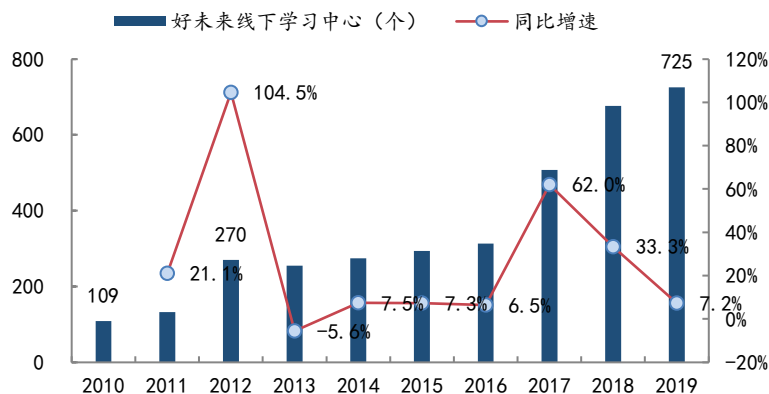
Figure6 立思辰与国内外可比教育上市公司估值比较 (2020/8/26)

| 证券代码      | 证券简称   | 收盘价    | EPS (元) |       |       | PE(倍)  |        |       |
|-----------|--------|--------|---------|-------|-------|--------|--------|-------|
|           |        |        | 2019    | 2020E | 2021E | 2019   | 2020E  | 2021E |
| 1769.HK   | 思考乐教育  | 24.55  | 0.19    | 0.30  | 0.41  | 129.21 | 83.05  | 59.67 |
| 3978.HK   | 卓越教育集团 | 3.43   | 0.17    | 0.22  | 0.29  | 20.18  | 15.59  | 11.83 |
| EDU.N     | 新东方    | 138.07 | 2.75    | 3.80  | 5.23  | 50.21  | 36.33  | 26.40 |
| TAL.N     | 好未来    | 76.62  | 0.88    | 2.19  | 3.48  | 87.07  | 34.99  | 22.02 |
| 均值        |        |        |         |       |       | 68.64  | 35.66  | 24.21 |
| 300010.SZ | 立思辰    | 24.32  | 0.04    | 0.06  | 0.24  | 550.62 | 351.75 | 82.44 |

资料来源: wind、世纪证券研究所

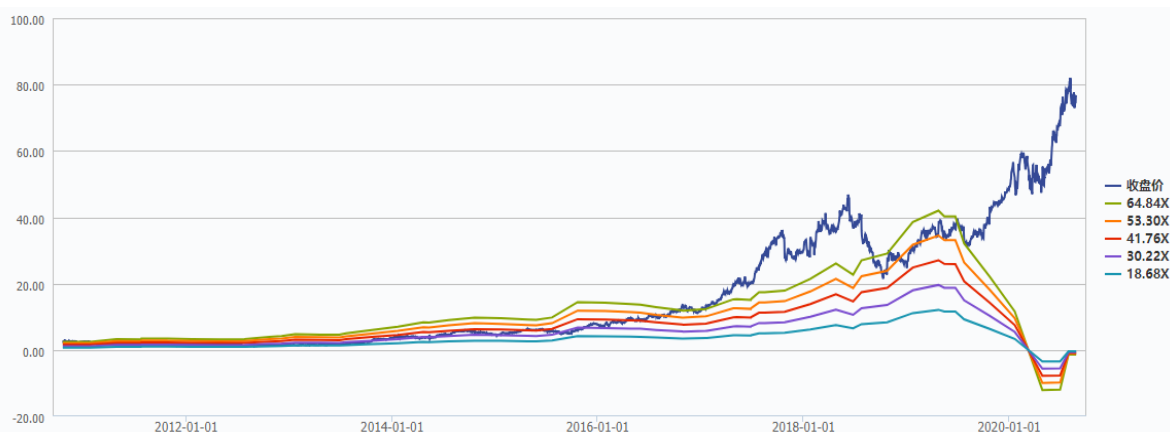
注: 1、新东方、好未来以美元计, 思考乐教育、卓越教育集团以港元计

Figure7 好未来线下学习中心及同比增速



资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

Figure8 好未来线下学习中心快速扩张期 PE-Band 估值



资料来源: wind、世纪证券研究所

附：财务预测摘要 单位：百万元

| <b>利润表</b>        | <b>2018A</b>    | <b>2019A</b> | <b>2020E</b>  | <b>2021E</b>  | <b>2022E</b>  |
|-------------------|-----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入              | 1952.38         | 1979.34      | 2102.74       | 2616.54       | 3241.96       |
| 减：营业成本            | 1189.70         | 1178.99      | 1196.97       | 1404.34       | 1647.14       |
| 营业税金及附加           | 18.84           | 12.86        | 10.51         | 13.08         | 16.21         |
| 营业费用              | 351.62          | 253.80       | 294.38        | 334.92        | 405.25        |
| 管理费用              | 324.97          | 253.36       | 290.18        | 334.92        | 405.25        |
| 财务费用              | 77.57           | 95.01        | 170.89        | 187.03        | 187.41        |
| 资产减值损失            | 1374.38         | -49.29       | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 加：投资收益            | -3.81           | -4.15        | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 公允价值变动损益          | 0.00            | 67.26        | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 其他经营损益            | -139.07         | -283.48      | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>营业利润</b>       | <b>-1527.59</b> | <b>14.24</b> | <b>139.80</b> | <b>342.25</b> | <b>580.71</b> |
| 加：其他非经营损益         | -17.29          | -0.83        | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>利润总额</b>       | <b>-1544.88</b> | <b>13.41</b> | <b>139.80</b> | <b>342.25</b> | <b>580.71</b> |
| 减：所得税             | -120.49         | 2.56         | 7.80          | 33.26         | 63.14         |
| <b>净利润</b>        | <b>-1424.39</b> | <b>10.85</b> | <b>132.00</b> | <b>308.99</b> | <b>517.57</b> |
| 减：少数股东损益          | -0.85           | 17.95        | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>-1392.84</b> | <b>30.59</b> | <b>47.89</b>  | <b>204.33</b> | <b>387.89</b> |
| <b>财务分析</b>       | <b>2018A</b>    | <b>2019A</b> | <b>2020E</b>  | <b>2021E</b>  | <b>2022E</b>  |
| <b>收益率</b>        |                 |              |               |               |               |
| 毛利率               | 39.06%          | 40.44%       | 43.08%        | 46.33%        | 49.19%        |
| 三费/销售收入           | 38.63%          | 30.42%       | 35.93%        | 32.75%        | 30.78%        |
| EBIT/销售收入         | -75.54%         | 0.68%        | 6.28%         | 12.23%        | 16.69%        |
| EBITDA/销售收入       | -71.62%         | 7.96%        | 7.86%         | 13.50%        | 17.03%        |
| 销售净利率             | -72.96%         | 0.55%        | 2.28%         | 7.81%         | 11.96%        |
| <b>资产获利率</b>      |                 |              |               |               |               |
| ROE               | -42.23%         | 0.91%        | 1.41%         | 5.69%         | 9.81%         |
| ROA               | -21.12%         | 0.20%        | 1.97%         | 4.44%         | 6.85%         |
| ROIC              | -23.19%         | -1.52%       | 2.52%         | 5.27%         | 8.99%         |
| <b>增长率</b>        |                 |              |               |               |               |
| 销售收入增长率           | -9.66%          | 1.38%        | 6.23%         | 24.43%        | 23.90%        |
| EBIT 增长率          | -750.90%        | 100.91%      | 884.03%       | 142.47%       | 69.14%        |
| EBITDA 增长率        | -581.48%        | 111.26%      | 4.99%         | 113.71%       | 56.30%        |
| 净利润增长率            | -969.57%        | 100.76%      | 341.42%       | 326.66%       | 89.84%        |
| 总资产增长率            | -12.59%         | -5.50%       | 1.54%         | 7.49%         | 9.69%         |
| 股东权益增长率           | -39.84%         | 1.54%        | 1.35%         | 5.70%         | 10.24%        |

资料来源：Wind、世纪证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，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。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

### 投资评级标准

| 股票投资评级说明：  | 行业投资评级说明：   |
|--|---|
| 报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：  | 报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：                                    |
| 买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；<br>增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；<br>中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；<br>卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。 | 强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；<br>中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；<br>弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。 |

### 免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对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。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。