

下沉市场任重道远，聚焦产品力和渠道

——在线教育行业系列报告之五

核心观点

- 我们团队于 11 月初在大同和运城完成了首次三四线市场调研，对各位投资者了解三四线市场有一定的帮助，我们主要获得以下几点启发，并对后续研究有更深远的指导意义。具体有下面四点比较有共性的发现：
 - 发现一：三四线城市整体在生源和教学质量方面是显著弱于省会城市的，优秀生源更集中在一二线城市。
 - 发现二：三四线城市缺乏连锁性品牌机构，初高中需求更为强烈，英语培训机构可以单科生存，班型以班课为主。
 - 发现三：以样本数据来看，家长愿意为孩子的培训付费，占到家庭收入的 20-30%都是合理支持。从价格区间来看，班课小学 30-40 元/小时、初中 60-70 元/小时，高中 80-100 元/小时，随着年级价格上行。
 - 发现四：以样本数据来看，家长整体选品意识更弱，更多依靠各类渠道的推荐，最终决策也更多取决于学生的体验，看重孩子的专注性。
- 其他有趣的发现：在线大班产品在解题思路给学生提供了新的方法；大量家长使用过作业帮和猿辅导等搜题软件；学生处于刚需阶段的家长不反感电话营销的方式。
- 上述四点发现我们认为具有一定代表性，具有推广意义。访谈和问卷数据来自当地近百位家长线下访谈和线上问卷，该部分家长可以认为是当地头部的群体，对孩子的教育重视程度高于当地的平均水平，而对于中部以下和尾部的群体来看，课外培训意识更弱，在线产品的渗透的难度更大。
- 从行业发展角度来看，我们认为对于三四线市场品牌不是最重要的因素，渠道创新是建立用户信任和转化的关键手段，产品是完成后续变现和转化的核心要素。回顾 20 年，疫情催化下行业迎来爆发性增长，但同时我们看到行业的获客成本不断抬高，各家机构也在尝试新的获客渠道。展望 21 年在线教育投放依然会竞争激烈，但突破口更应该关注线上线下协同和多产品融合，我们持续看好在线头部机构在渠道挖掘和产品提升的持续创新能力和投入决心。

投资建议与投资标的

- 20 财年行业获客成本高企，在获客端竞争处于白热化，不同于市场认知的行业渗透率大幅提升，从三四线样本数据来看，线上教学的品牌渗透仍处于初期，渠道和产品力核心竞争力。从产品力来看，东方优播在线小班的互动性在学生体验上优势突出，建议关注新东方在线(01797, 买入)。从线上线下和多产品融合来看，建议关注好未来(TAL.N, 买入)、新东方(EDU.N, 买入)、网易有道(DAO.N, 买入)、一起教育(YQ.O, 未评级)、跟谁学(GSX.N, 未评级)及产业中的猿辅导和作业帮。

风险提示

- 渠道下沉难度超预期，行业获客成本持续高企，样本数据可能不准确



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级 看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国
行业 传媒行业
报告发布日期 2021 年 01 月 20 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 项雯倩
021-63325888*6128
xiangwenqian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517020003

证券分析师 李雨琪
021-63325888-3023
liyuyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520050001

证券分析师 吴丛露
wuconglu@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520020003

联系人 詹博
021-63325888*3209
zhanbo@orientsec.com.cn

目 录

1. 从需求和供给看三四线教培，下沉市场新认知	4
1.1 发现一：大同运城生源和教学成果弱于省会城市	4
1.2 发现二：当地教培处于初期，以班课为主	5
1.3 发现三：教培付费意愿高，年级越高价格越贵	7
1.4 发现四：家长选品意识弱，决策以孩子为核心	9
1.5 其他个性化表述：解题思路、搜题软件、电话销售	10
2. 启示：产品力和渠道是关键，三四线下沉任重道远	11
2.1 产品力和渠道是教培竞争关键，下沉任重道远	11
2.2 优播产品力在调研中得到验证，互动性和师资优势突出	11
2.3 样本数量、调研对象、区域具有一定的局限性	12
3. 投资建议	13
风险提示	13

图表目录

图 1：当地 K12 学生数量（万人）	5
图 2：新东方好未来在太原网点数量.....	5
图 3：大同品牌培训机构	6
图 4：运城品牌培训机构	6
图 5：求实教育主要产品	6
图 6：窗口期招生活动	7
图 7：当地居民可支配收入（元）	7
图 8：各年级平均价格分布图（元/小时）	8
图 9：家长学科选择.....	9
图 10：科目数量.....	9
图 11：培训机构初始报名时间.....	9
图 12：三四线与一二线对比.....	11
图 13：选择东方优播的理由	12
图 14：孩子学情情况.....	12
 表 1：高中一本率和清北录取数量对比	 4
表 2：家庭收入和教培支付意愿.....	8
表 3：家长对产品的表述	10

我们团队于 11 月初在大同和运城完成了首次三四线市场调研，对各位投资者了解三四线市场有一定的帮助，我们主要获得以下几点启发，并对后续研究有更深入的指导意义。具体有下面四点比较有共性的发现：

- **发现一：**三四线城市整体在生源和教学质量方面是显著弱于省会城市的，优秀生源更集中在一二线城市。
- **发现二：**三四线城市缺乏连锁性品牌机构，初高中需求更为强烈，英语培训机构可以单科生存，班型以班课为主。
- **发现三：**家长愿意为孩子的培训付费，占到家庭收入的 20-30%都是合理支持。从价格区间来看，班课小学 30-40 元/小时、初中 60-70 元/小时，高中 80-100 元/小时，随着年级价格上行。
- **发现四：**家长整体选品意识更弱，更多依靠各类渠道的推荐，最终决策也更多取决于学生的体验，看重孩子的专注性。

综上，样本和访谈的数据有一定的推广意义，访谈和问卷样本数据来自于当地头部学校的家长，可以认为是当地头部的群体，对孩子的教育重视程度高于当地的平均水平，而对于中部以下和尾部的群体来看，课外培训意识更弱，这意味着家长在培训产品的选择上认知更弱，在线教育产品的渗透难度更大。

从行业发展角度来看，我们认为对于三四线市场品牌不是最重要的因素，渠道创新是建立用户信任和转化的关键手段，产品是完成后续变现和转化的核心要素。回顾今年，我们看到行业的获客成本不断抬高，各家机构也在尝试新的获客渠道，回归线下和 OMO 融合或成为 21 年的主题，我们持续看好在线头部机构在渠道挖掘和产品提升的持续创新能力和投入决心。

1. 从需求和供给看三四线教培，下沉市场新认知

1.1 发现一：大同运城生源和教学成果弱于省会城市

在大同和运城市场调研，我们发现本地都会有一两所省内名校，由于省会城市的生源的虹吸和教师资源的优势，整体对比来看，三四线的教学资源仍然显著弱于省会城市。

运城大同虽然拥有省内高中，教学和生源质量整体较弱。康杰中学和大同一中为山西知名高校，一本率分别为 79%、78%，每年保持个位数的清北人数。但是对比太原学校成绩，可以看到三四线学校整体落后于一线城市，教学和生源质量弱于一线城市。

表 1：高中一本率和清北录取数量对比

	一本率	理科一本率	文科一本率	二本率	理科二本率	文科二本率	所在城市	清北录取数量
山西大学附属中学		95%	94%		100%	100%	太原	50
太原五中		95%	80%				太原	6
山西省实验中学		86%	79%		98%	90%	太原	10

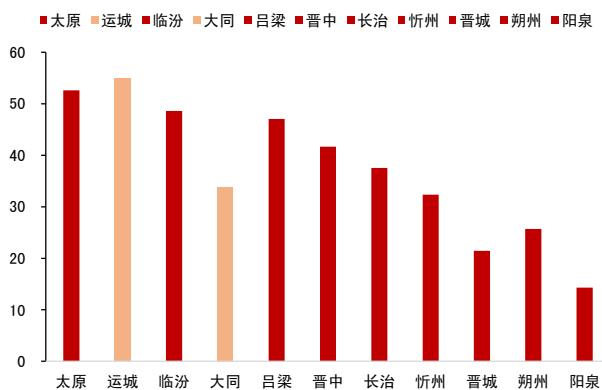
山西现代双语学校	91%			99%			太原	未公布
晋城一中	87%						晋城	14
忻州一中（2019 年）	86%			100%			忻州	6
康杰中学	79%	82%	69%	97%	97%	97%	运城	6
临汾一中	80%			98%			临汾	7
高平一中	65%	95%					高平	3
大同一中	78%	80%		98%			大同	5
海泉中学	59.50%					93.70%	运城	4
运城中学	49.50%					92.10%	运城	4
大同二中	45%					94.20%	大同	（无数据）
北师大大同附中	18.20%					76.00%	大同	0

数据来源：公开资料整理、东方证券研究所

1.2 发现二：当地教培处于初期，以班课为主

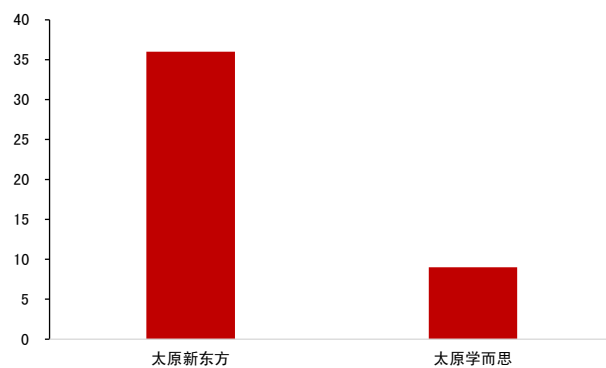
在供给侧方面，虽然三四线城市具有巨大的 K12 学生人群，K12 学生人数在 30-50 万人，但是新东方和好未来线下门店没有直接进入，新东方通过东方优播下沉三四线市场，好未来通过未来魔法校教学资源输出的模式实现下沉。产品形态以班课为主，辅以一对一和全日制冲刺课程。

图 1：当地 K12 学生数量（万人）



数据来源：wind、国民经济统计年鉴、东方证券研究所

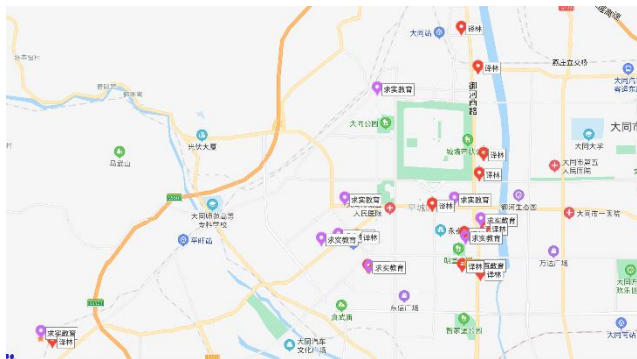
图 2：新东方好未来在太原网点数量



数据来源：公司公告、东方证券研究所

大同和运城教培市场存在差异，品牌化特征并不明显。大同地区拥有译林（2012 年成立）和求实（2000 年成立）两个当地品牌教培，网点数量分别为 18/7，其中译林规模最大，以英语为主学科，学生规模过万人。而运城地区缺乏品牌教培机构，外部品牌有一定渗透，其中东方优播、飞百都在运城有所布局。整体来看，当地品牌连锁特征依然不明显。

图 3：大同品牌培训机构



数据来源：百度地图、东方证券研究所

图 4：运城品牌培训机构



数据来源：公开资料整理、东方证券研究所

产品服务形式以班课为主，阶段性存在一对一和冲刺班课程。由于本地培训需求在初高中更为集中，且初高中对提分需求高，要求见效速度快，大同最大的培训机构为求实教育，以班课和一对一为核心业务。另外英语培训需求较大，当地译林英语以小班课为主。同时当地还有全日制培训机构，满足中等生在考前突击冲刺的需求。

图 5：求实教育主要产品



数据来源：百度地图、东方证券研究所

当地教培服务流程成体系，招生策略采用窗口期和低价引流。根据我们的市场调研来看，求实会要求老师定期与学生进行沟通、后续作业的反馈监督要及时；译林会有进门考，离校考，课程期间实时拍照进群，课后给家长发点评。重服务理念已经在当地教培成形。另外从招生策略上，也可以看到两家机构都采取与一线城市相似的窗口期优惠和低价班引流的方式，完成续报和招新。

图 6：窗口期招生活动

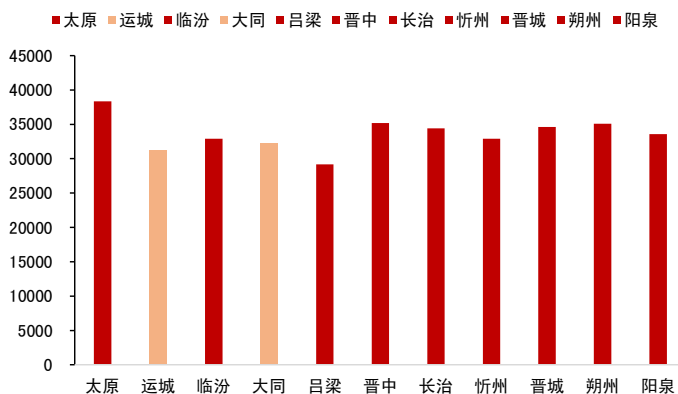


数据来源：公开资料整理、东方证券研究所

1.3 发现三：教培付费意愿高，年级越高价格越贵

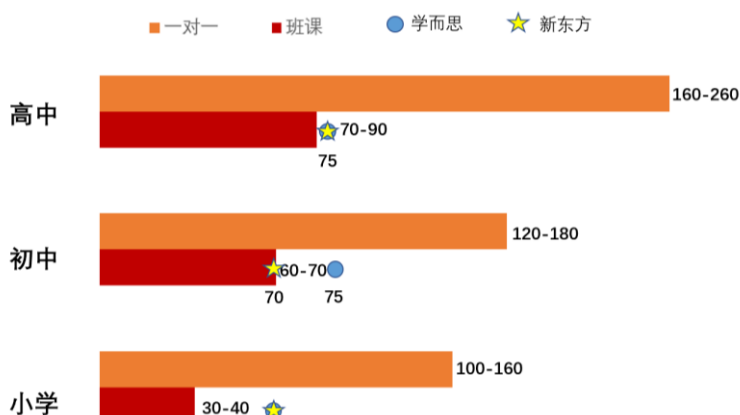
各地人均可支配收入相近，考虑家庭的话，家庭可支配收入超 6 万。运城大同城镇居民可支配收入分别为 3.1/3.2 万元，山西全省地级市都较为接近，太原市最高为 3.8 万。如果考虑家庭为父母两人，家庭合计可支配收入超过 6 万元，足以支撑学生 1-2 万的年补习支出。

图 7：当地居民可支配收入（元）



数据来源：国民经济统计公报、东方证券研究所

年级越高价格越贵，一对一 是班课的 2 倍以上。根据市场调研，大同地区小学的班课的价格在 30-40/小时，初中在 60-70/小时，高中在 80-100/小时。一对一 是班课的 2 倍以上，小学在 100-160 元/小时，初中在 120-180/小时，高中在 160-260/小时。可以看到随着班型的变小和年级的提升，课程价格也逐级增加。对比太原来看，小学阶段需求不足，价格远低于省会城市，初高中需求刚需与太原价格相似。

图 8：各年级平均价格分布图（元/小时）


数据来源：访谈纪要、东方证券研究所

优播价格小学阶段略贵，初高中差异较小。虽然当地整体收入在 6-10 万区间内，从交流的过程可以看到，家长支付意愿相对较高，学生主要以初中为主，学习成绩在班级里面靠前，当孩子有意愿学习，家长愿意为孩子的成长付费，50%的家长能够承受 1 万以上的培训支出。另外优播 60 元/小时的价格，家长整体认为价格可以接受。

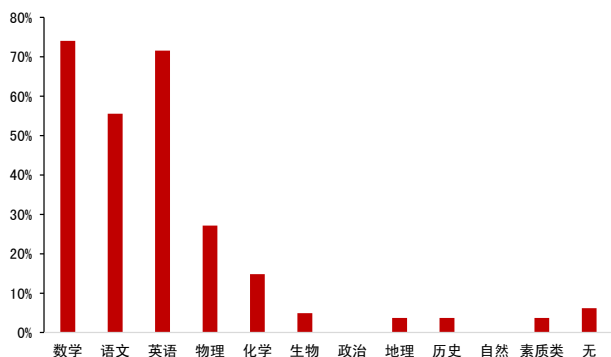
表 2：家庭收入和教培支付意愿

	年级	家庭收入	培训支出	优播价格合理吗
家长 1	高一	12-15 万	1.5-2 万	30-40/小时比较正常
家长 2	初一	8 万	5000	优播价格适中
家长 3	六年级	12 万	2 万+	不太在意价格
家长 4	高一	8 万	1 万+	还行吧
家长 5	初一	8-10 万	1 万+	价格相对别家偏贵
家长 6	初一	10 万	2 万+	价格可以接受
家长 7	五年级	10 万	3000	——
家长 8	初一	12 万	——	30-40 价格一样肯定选线下
家长 9	五年级	10 万	曾年花费 6-7 万	价格可以接受
家长 10	五年级	8 万	1 万	
家长 11	五年级	10 万	4000	价格还行，一年 6000 也没问题，
家长 12	五年级	10 万	花小几千	一个春季 1500 的话还行
家长 13	三年级	15 万	1 万	——
家长 14	高一	6 万	——	正价课有点贵

数据来源：访谈纪要、东方证券研究所

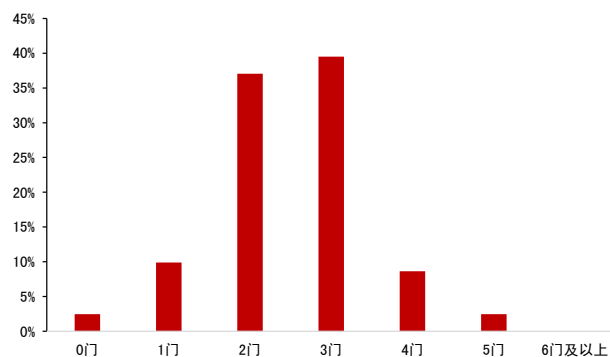
课外培训人均报名 2-3 门课，以语数外为主。根据问卷数据可以看到，80%的学生会同时选择 2-3 门课程同时补习，其中数学英语占比最高超过 70%，语文占比为 56%，其次是物理和化学，课外培训仍以三大主课为主。

图 9：家长学科选择



数据来源：调查问卷数据、东方证券研究所

图 10：科目数量



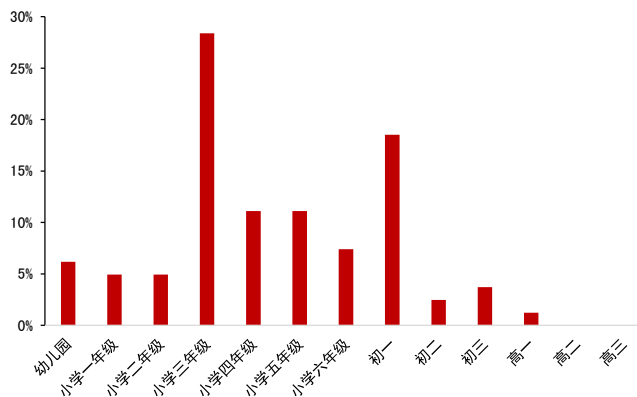
数据来源：调查问卷数据、东方证券研究所

1.4 发现四：家长选品意识弱，决策以孩子为核心

基于本次访谈和问卷的样本，我们发现家长在课外培训受时间和能力的制约，主动投入的意识不足，家长对在线教育产品的认知和学生课外培训的起步时间都相对滞后，家长在选择培训机构的时候更依靠学生的判断。

家长教培意识薄弱，对品牌产品区分度低。首先，报名起步时间晚，大多数家长开始报名培训机构是三年级的时候，但初步学科以英语为主，数学语文占比还比较低，只有到初中开始全学科辅导才逐步提上日程。其次，品牌意识薄弱，疫情期间在线教育产品的渗透率在 70-80%，但是更多家长和学生没有体验过在线课程，持有谨慎态度。

图 11：培训机构初始报名时间



数据来源：调查问卷数据、东方证券研究所

家长辅导能力有限，培训选择以孩子为中心。我们发现，家长辅导在三四线占比很低，家长整体学历以大专为主，初中之后辅导能力有限，加之忙于工作日常，缺乏时间对孩子进行辅导。有特点的是，培训机构的选择更多是孩子主导，选择在线考虑的问题：**1）孩子是否喜欢；2）孩子是否能保持专注；3）品牌不重要。**可以看到对于三四线家长选择产品更多关注是孩子的体验，而不会进行广泛对比和品牌优劣的判断，初期产品体验对后续续费有重要影响。

表 3：家长对产品的表述

东方优播	孩子喜欢老师。优播的服务挺好的，解答很及时
	互动性好
	孩子反馈互动好
在线大班	互动让孩子感兴趣最重要、品牌无所谓。老师督促作业，服务比较好。
	优播就是朋友推荐的，老师比较负责任。
	听过学而思和猿辅导，没听过高途，讲的挺好的，但是孩子不认真听。
	听说过学而思，新东方打过电话。位置、价格、孩子喜欢、品牌不重要。
	在线大班学了一段时间，提分效果不明显，没有摄像头监控，孩子注意力难以集中
	xx 在线大班互动性好一点，孩子比较喜欢，老师回复很及时，价格适中，三科 1680 元
	上过 xx 在线大班的免费课，看一会儿就不看了，品牌无所谓

数据来源：访谈纪要、东方证券研究所

综上，上述四点发现我们认为具有一定代表性，具有推广意义。访谈和问卷数据的家长可以认为是当地头部的群体，对孩子的教育重视程度高于当地的平均水平，而对于中部以下和尾部的群体而言，课外培训意识更弱，产品的渗透的难度更大。

1.5 其他个性化表述：解题思路、搜题软件、电话销售

表述一：家长认为在线大班师资和教学比当地教学更优，能提供新的解题思路，让孩子掌握新的解题方法。

表述二：多位家长使用过作业帮、猿辅导等搜题软件，虽然使用了相应的搜题软件，但是对在线大班仍然还是不理解。

表述三：家长普遍不反感电话营销，因为家长和孩子都有需求，广告效果会差一些，转化效果较差。

表述四：大儿子在外地已经上大学，在一线城市了解线上课程，推荐家里的小儿子上线课程。

表述五：培训机构普遍从二三年级开始，一开始重点学科是英语学科，初中开始补课需求会更加集中。

总结，访谈过程中有一些关键词值得参考，在线大班对解题思路拓展，搜题软件的渗透率，不反感电话营销，英语培训的缺失。虽然都是较为个性化的表述，但是值得教培运营人员的重视。

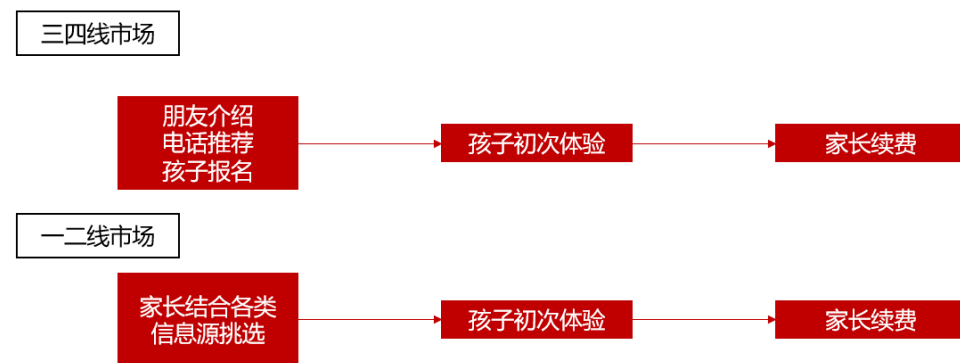
2. 启示：产品力和渠道是关键，三四线下沉任重道远

2.1 产品力和渠道是教培竞争关键，下沉任重道远

产品力至关重要，质量优于速度。产品力在家长选择和后续决策具有重要影响，家长更多在意孩子在产品端的体验，部分上过在线大班产品的家长，比较认可优质师资的教学质量，但是在线大班互动性和监督力较弱，导致家长最终放弃选择。在家长不会进行前期产品对比的情况下，初次体验直接决定了在 K12 生命周期中最终的产品选择。

品牌渗透率仍低，在线教育产品仍需渠道突破口。从市场调研来看，品牌在三四线家长认知中并不是最重要的影响因素，接触到教培机构更多是被动的接受，孩子尝试后决定是否付费。而在一二线市场，家长会主动在品牌间进行对比和选择，后期续费兼顾家长和孩子的选择。因此，在线产品如何触达家长，如何实现家长转化，是重中之重，下沉方法的探索仍需要不断创新。

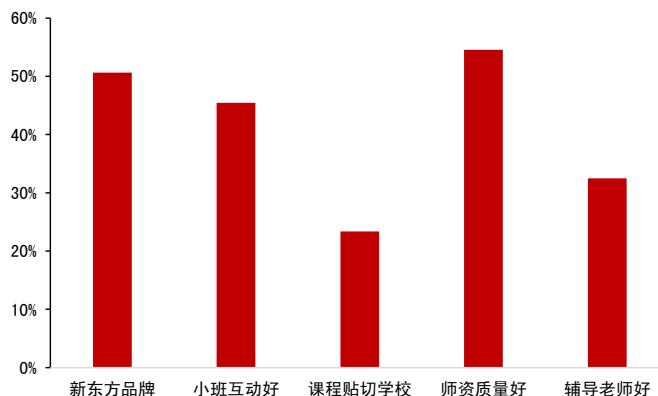
图 12：三四线与一二线对比



数据来源：东方证券研究所

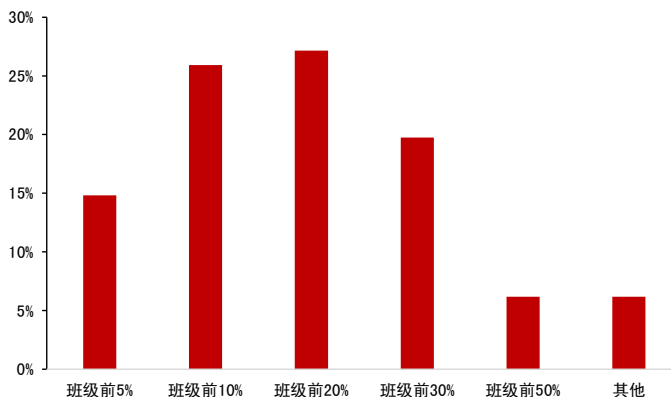
2.2 优播产品力在调研中得到验证，互动性和师资优势突出

品牌、师资和互动性是东方优播的竞争优势。从调查问卷来看，50%的家长选择东方优播的理由是师资背景好、新东方品牌知名度高、小班互动性好。从访谈来看，老师尽心负责，互动性好、孩子喜欢都是家长选择东方优播的原因。东方优播的在线小班差异化竞争力得到了体现。

图 13：选择东方优播的理由


数据来源：调查问卷数据、东方证券研究所

东方优播聚焦中腰部以上的学生。结合访谈和问卷数据的反馈，可以看到东方优播 90%的学生为学校或者班级内排名前 30%的学生，学生群体聚焦于头部学生，有利于东方优播后续的口碑积累和学生规模的提升。

图 14：孩子学情情况


数据来源：调查问卷数据、东方证券研究所

2.3 样本数量、调研对象、区域具有一定的局限性

本次市场调研获得的成果在样本数量、对象和区域有一定的局限性。首先从样本数量来看，线下线上合计近百位家长，在数量上仍然是一个小样本，对感知三四线有一定代表性。然后从调研对象来看，样本多为当地头部学生和头部家长，因此在消费能力和教培意识上处于当地头部群体，教培消费意愿或高于当地平均，存在一定的样本偏差。最后从区域上来看，此次山西是北方地区，北方地区教育资源主要集中在公立学校，私立学校相对占比较低，校内课程内容更为同质化。

3. 投资建议

20 财年行业获客成本高企，在获客端竞争处于白热化，不同于市场认知的行业渗透率大幅提升，从我们的三四线样本和访谈结果来看，线上教学的品牌渗透仍处于初期，渠道和产品是核心竞争力。从产品力来看，东方优播在线小班的互动性在学生体验上优势突出，建议关注**新东方在线(01797，买入)**。从线上线下和多产品融合来看，建议关注**好未来(TAL.N，买入)**、**新东方(EDU.N，买入)**、**网易有道(DAO.N，买入)**、**一起教育(YQ.O，未评级)**、**跟谁学(GSX.N，未评级)**及产业中的猿辅导和作业帮。

风险提示

➤ **渠道下沉难度超预期**

当下在线教育品牌在三四线城市品牌力依然较弱，渠道下沉需要时间和人力投入，下沉成本或超预期。

➤ **行业获客成本持续高企**

在线大班投放持续激化，获客成本持续高企，抑制行业竞争者盈利能力。

➤ **样本数据可能不准确**

样本来自百位头部家长访谈和问卷，样本规模较小，存在样本偏差的问题。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn