

中公教育 (002607)

证券研究报告

2021年04月29日

营收规模持续高增，加大研发布局未来，省考提前无碍招录预收高景气周期

2020 年收入 112.02 亿元，同比增长 22.08%，归母净利 23.04 亿，同比增长 27.70%。

近日，公司公告 2020 年度报告，全年扣非后归母净利 18.67 亿元，同比增长 9.82%，高于业绩承诺金额 16.5 亿元，业绩完成率 113.15% (2019 年业绩完成率 130.77%)，EPS0.37 元，同比增长 27.59%。

同时，公司公告，2020 年度拟不进行利润分配，也不以资本公积金转增股本和其他形式的利润分配。

公职类招考培训具有季节性特征，Q1-4 收入及同比增速分别为 12.30 亿 (同比减 6.24%，占比 10.98%)、15.78 亿 (同比减 32.16%，占比 14.09%)、46.31 亿 (同比增 83.62%，占比 41.34%)、37.64 亿 (同比增 24.79%，占比 33.60%)；整体来看 Q3 收入增速最快，Q3 全年占比最高。

截至 2020 年 12 月 31 日，公司货币资金 59.5 亿元，同比增长 13.92%，主要系本期收款增加及理财产品到期赎回所致；交易性金融资产 9.83 亿；预收账款 0 亿元，同比减少 100%；经营活动产生的现金流量净额 48.8 亿元，同比增长 97.33%。

维持盈利预测，给予买入评级

经济转型将逐步提升职业教育在教育体系中的地位，大学毕业生人数持续增长是就业形势的重要风向标，优质供给严重不足是制约职业教育行业发展的主要矛盾，城镇化浪潮将推动公共服务水平不断提高，公共服务部门就业人群将持续扩大。

借助 A 股资本市场平台，中公教育将拓宽融资渠道，为后续发展提供推动力。我们预计中公教育 21-22 年业绩分别为 35.5 亿、49.1 亿，对应 PE 分别为 44x、32x。

风险提示：招生不及预期，行业招录人数低预期，核心人员流失等

投资评级

行业	传媒/文化传媒
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	25.57 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	6,167.40
流通 A 股股本(百万股)	1,602.28
A 股总市值(百万元)	157,700.40
流通 A 股市值(百万元)	40,970.26
每股净资产(元)	0.72
资产负债率(%)	
一年内最高/最低(元)	43.58/23.90

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

陆嘉敏 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520080001
lujiamin@tfzq.com

张一帆 联系人
zhangyifana@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中公教育-公司点评:归母净利同增 27.5%-35.8%，逆势储备充足教育资源巩固竞争壁垒》2021-03-26
- 《中公教育-公司点评:国考笔试发榜，2021 省考联考提前，产业景气趋势继续》2021-01-12
- 《中公教育-公司点评:多措并举加速学习中心建设，持续升级职教产品巩固竞争优势》2020-12-10

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,176.13	11,202.49	16,918.70	23,009.43	28,761.79
增长率(%)	47.12	22.08	51.03	36.00	25.00
EBITDA(百万元)	3,065.15	3,909.36	4,105.57	5,688.59	7,260.12
净利润(百万元)	1,804.55	2,304.36	3,553.75	4,912.87	6,266.43
增长率(%)	56.52	27.70	54.22	38.24	27.55
EPS(元/股)	0.29	0.37	0.58	0.80	1.02
市盈率(P/E)	87.39	68.44	44.38	32.10	25.17
市净率(P/B)	45.96	36.89	14.20	11.77	9.31
市销率(P/S)	17.19	14.08	9.32	6.85	5.48
EV/EBITDA	(1.06)	(1.01)	34.44	24.97	17.99

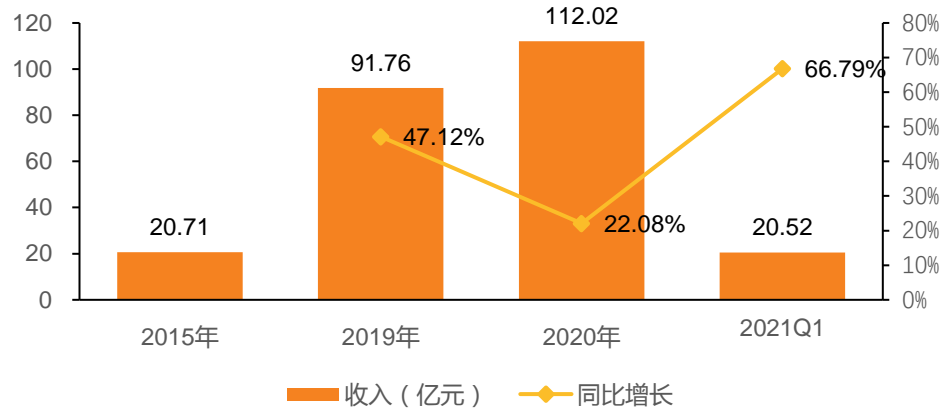
资料来源：wind，天风证券研究所

1. 财务概况：全年业绩 23 亿+27.70%

2020 年收入 112.02 亿元，同比增长 22.08%，归母净利 23.04 亿，同比增长 27.70%。近日，公司公告 2020 年度报告，全年扣非后归母净利 18.67 亿元，同比增长 9.82%，高于业绩承诺金额 16.5 亿元，业绩完成率 113.15%（2019 年业绩完成率 130.77%），EPS0.37 元，同比增长 27.59%。

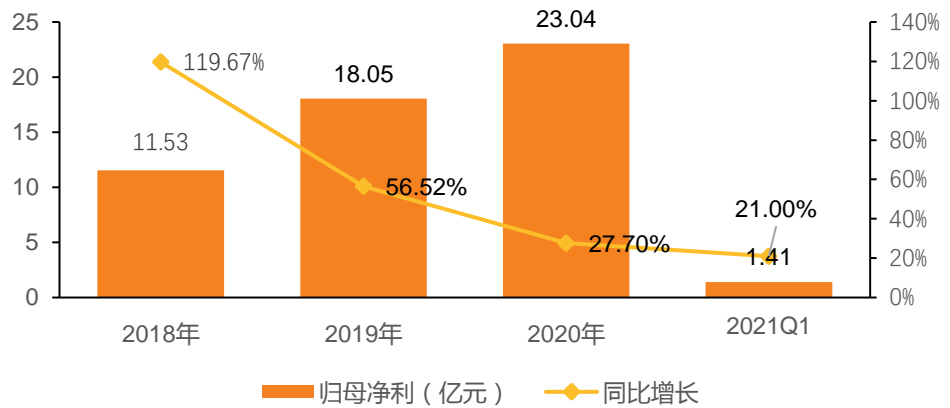
同时，公司公告，2020 年度拟不进行利润分配，也不以资本公积金转增股本和其他形式的利润分配。

图 1：2020 年收入 112.02 亿元，同比增长 22.08%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：2020 年归母净利 23.04 亿，同比增长 27.70%



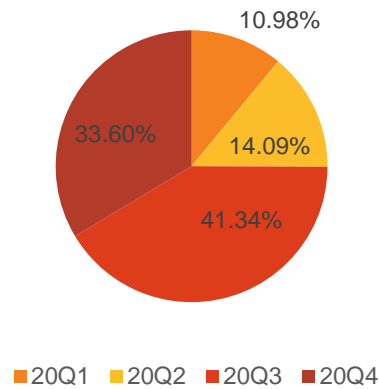
资料来源：公司公告，天风证券研究所

公职类招考培训具有季节性特征，Q1-4 收入及同比增速分别为 12.30 亿（同比减 6.22%，占比 10.98%）、15.78 亿（同比减 32.16%，占比 14.09%）、46.31 亿（同比增 83.65%，占比 41.34%）、37.64 亿（同比增 24.74%，占比 33.60%）；整体来看 Q3 收入增速最快，Q3 全年占比最高。

Q1-4 归母净利及同比增速分别为 1.16 亿（同比增 9.43%）、-3.49 亿（同比减 190.18%）、15.54 亿（同比增 233.48%）、9.83 亿（同比增 16.19%）；整体来看 Q3 业绩实现扭亏且占全年过半利润。

这种季节性波动给中小型培训机构造成了重大的增长瓶颈，也给大型机构提供了不断挑战规模边界的持续动力，随着考试门类和产品品类的快速增加，大型机构将越来越多地享受到规模效应的成果，获得更良性的资源配置结构。近年来，招录考试动能更多向事业单位、教师和综合招录等新领域切换，带动市场份额快速向领军企业集中。

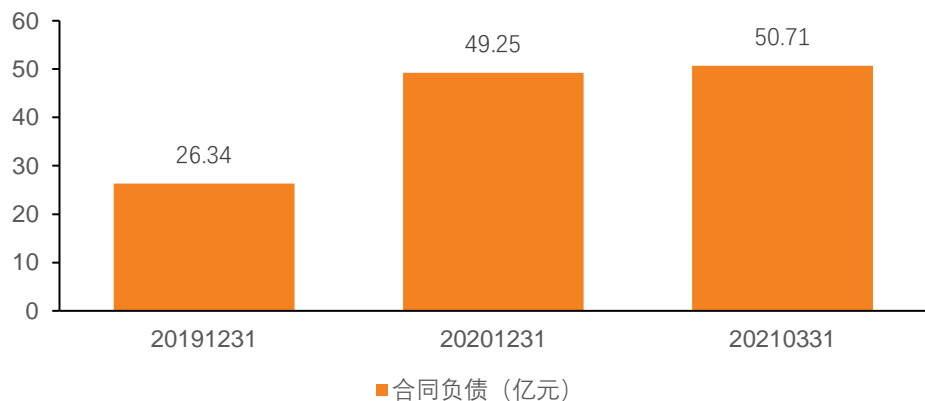
图 3：2020 年各季度收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

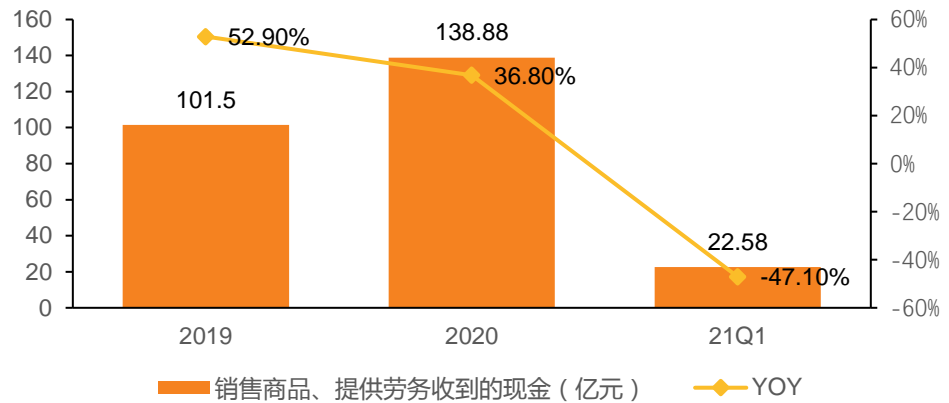
截至 2021 年 3 月 31 日合约负债 50.7 亿元，环比 2020 年 12 月 31 日的 49.3 亿元基本持平，21Q1 销售商品提供劳务收到现金 22.6 亿。合同负债（预收学费）环比持平系受招录节奏所致，通常省考 4 月底进行 Q1 为收款高峰，今年省考提前 1 个月至 3 月底导致收款高峰 3 月的收款减少。

图 4：截至 2021 年 3 月 31 日合约负债 50.7 亿元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5: 21Q1 销售商品提供劳务收到现金 22.6 亿



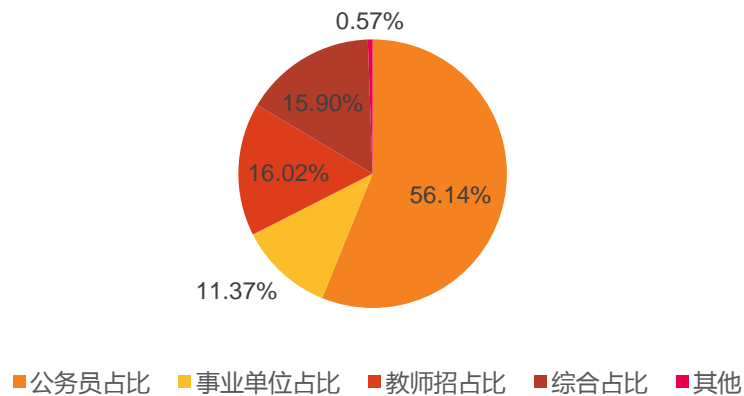
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2. 财务分析: 全部业务实现量价齐升, 全面展现综合实力!

2.1. 公考维持强劲, 事业单位超预期增长, 教师前景广阔

2020 年分业务看, 公务员收入 62.90 亿元 (占比 56.14%), 同比增长 50.79%; 事业单位收入 12.74 亿元 (占比 11.37%), 同比减少 9.12%; 教师收入 17.95 亿元 (占比 16.02%), 同比减少 7.15%; 综合收入 17.81 亿元 (占比 15.90%), 同比增长 10.35%; 其他收入 0.64 亿元 (占比 0.57%), 同比增长 11.95%。

图 6: 2020 年各业务收入占比



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

通过分业务收入我们看到:

公务员序列增长 50.79%; 事业单位序列减少 9.12%; 教师序列减少 7.15%。合并其他新业务之后, 综合序列增长 10.35%。

疫情对年度经营周期产生了重大的扰动, 导致了上半年招录的半真空状态。此外, 公务员省考联考从上半年延后至下半年, 一方面直接影响了教师、事业单位和医疗等重点门类的招录开展, 本年的招录计划收缩或后延; 另一方面让求职者下半年的时间精力主要投入到公务员备考上, 难以像往年一样对其他考试进行从容的参培备考, 一定程度上影响

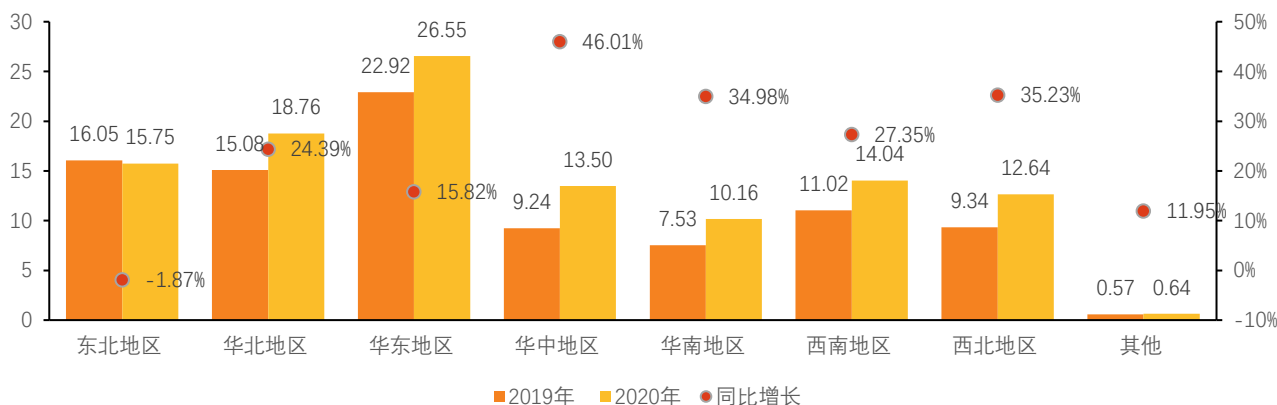
了公司相关序列的招生工作。这种状况随着 9 月底大学生返校基本实现，才部分得到缓解。

在紊乱的招录环境中，公司积极进行产品创新，加大推广力度，依然逆势实现了各个序列培训人次的稳步增长，公务员序列的培训人次增长更是超过了五成，公司整体培训人次增长也接近四成。虽然事业单位和教师序列收入有小幅下滑，但并未改变公司在相关领域的快速扩张态势，更不意味着这些领域的招录景气度稳步提升的趋势发生了逆转。

2.2. 多地开花，华东占比最高

2020 年东北地区收入 15.75 亿元（占比 14.06%），同比减少 1.87%；华北地区收入 18.76 亿元（占比 16.74%），同比增长 24.39%；华东地区收入 26.55 亿元（占比 23.70%），同比增长 15.82%；华中地区收入 13.50 亿元（占比 12.05%），同比增长 46.01%；华南地区收入 10.16 亿元（占比 9.07%），同比增长 34.98%；西南地区收入 14.04 亿元（占比 12.53%），同比增长 27.35%；西北地区收入 12.64 亿元（占比 11.28%），同比增长 35.23%。

图 7：多地开花，华东占比最高



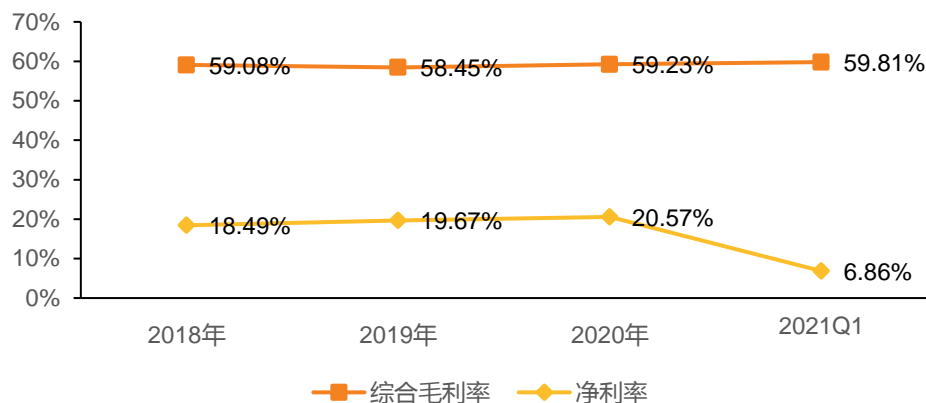
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 毛利率稳定，净利率 20.57%+0.90pct

2020 年，公司期间费用率 40.81%，同比增加 2.85pct；其中销售费用率 16.17%，同比增加 0.01 pct；管理费用率 11.42%，同比减少 0.55pct；财务费用率 3.84%，同比增加 1.61pct，主要系金融机构短期借款利息支出及收款手续费增加；研发费用率 9.38%，绝对值增加 3.53 亿元，主要系课程研发及技术研发投入增加。

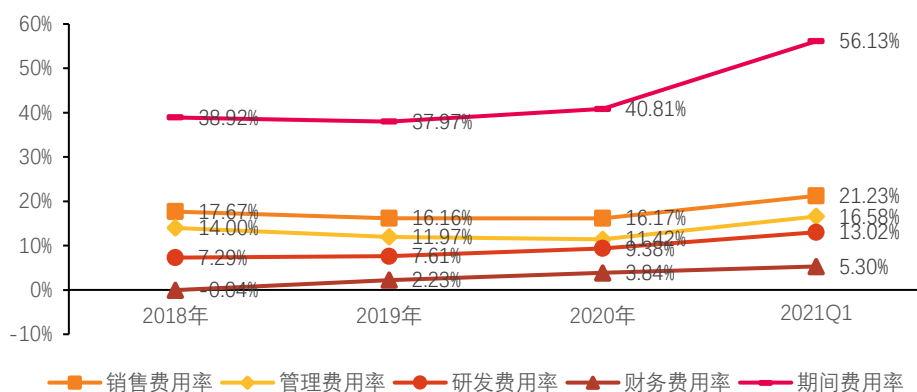
2021 年 Q1，公司期间费用率 56.13%，同比增加 3.84pct；其中销售费用率 21.23%，同比减少 0.98 pct；管理费用率 16.58%，同比减少 0.47pct；财务费用率 5.30%，同比增加 0.83pct，主要系短期借款利息及收款手续费增加以及根据新租赁准则，未确认融资费用摊销至财务费用所致；研发费用率 13.02%，同比增加 4.46pct，主要系公司扩大研发规模，投入增加所致。

图 8：2020 年公司毛利率稳定，净利率 20.57%+0.90pct



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：2020 年，公司期间费用率 40.81%，同比增加 2.85pct



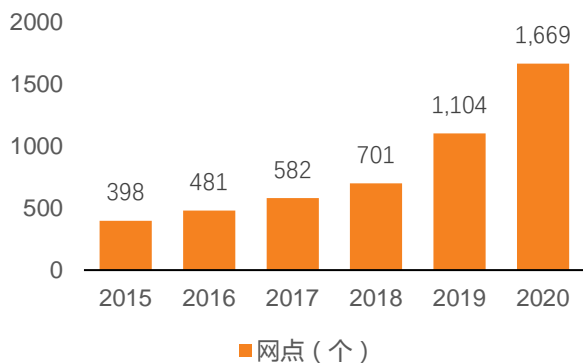
资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 经营情况分析：网点 1,669 家，全职教师 18,863 人，研发人员快速增长

3.1. 截至 2020 年底，直营分支机构数量 1,669 家，同比增长 51.2%

职业教育行业在全国广泛分布，长尾效应特征显著。与 K12 辅导和英语培训等行业高度集中于中心城市不同，职业教育的需求广泛分布在全国各个省市，尤其是在地级市和县，几乎每一个县都有职业高中，每个地级市都有职业院校。公职类招录的岗位需求也大量来自于地级市和县。由此催生了大量的地方中小型培训机构，也给大型机构提供了扩大渠道网络的广阔空间，同时使得管理难度和竞争壁垒骤然提高。

图 10:截至 2020 年底,直营分支机构数量 1669 家,同比增长 51.2%



资料来源:公司公告,天风证券研究所

图 11:职业教育行业在全国广泛分布,长尾效应特征显著



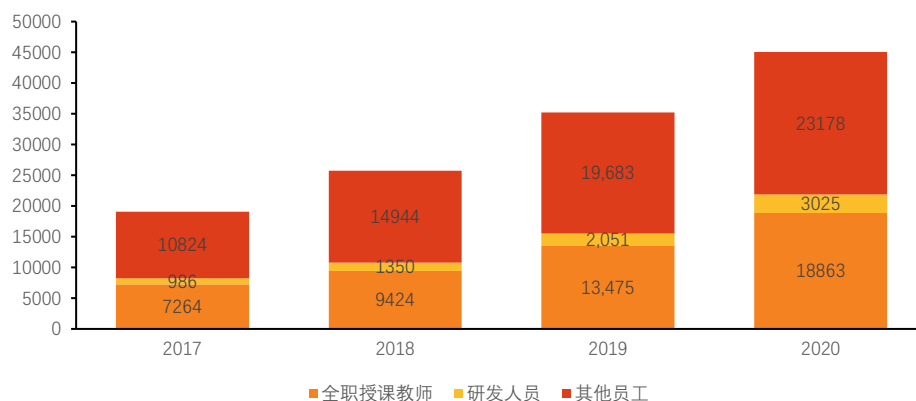
资料来源:公司公告,天风证券研究所

3.2. 研发人员同比增长 47.49%达到 3,025 人

截至 2020 年底,中公员工数量为 45,066 人,同比增长 28.0%;其中研发人员 3,025 人,同比增长 47.49%,占比 6.71%,研发投入占营业收入比例 9.38%,教师人数 18,863 人,同比增长 39.99%。

中公研发人员增长突出,始终把研发作为一切事业发展的根本推动力。坚决进行长期重度研发投入,吸引优秀人才参与研发,用研发带动底层创新,用研发撬动系统改善,用研发突破行业边界,用研发建立竞争壁垒,从而做深存量赛道,做大增量赛道,成为领先的职业教育创新平台。

图 12:截至 2020 年,中公员工数量为 45,066,同比增长 28.0%



资料来源:公司公告,天风证券研究所

3.3. 线下+线上合计培训 449 万人次,同比增长 37%

2020 年累计培训人次 449.43 万人次,同比增长 36.72%。其中面授培训收入 82.33 亿元,同比增长 1.85%;在线培训收入 29.05 亿元,同比增长 180.56%。

疫情发生后,数字化经营的空间骤然扩容,借助厚积薄发的智慧教学平台、在线规模化研发和综合服务能力,公司以前所未有的力度推广线上线下融合产品,不仅取得了重大的成果,而且在极其不利的经营环境中,贡献了可观的增长。

4. 公司的核心竞争力在于形成了垂直一体化快速响应能力驱动的高增长企业平台

4.1. 卓越执行力造就高增长文化

团队用卓越的执行力造就了公司，并在长期逆境求生和不断突破增长边界的探索中，塑造了公司的高增长文化。在这样的文化中，团队总是保有开创未来的坚定意志和信念，进行大胆的投资，在一个极度分散的和高度区域阻隔的市场实现规模经济，竭力靠近最佳产出水平，捕捉机遇，对抗波动，从不间断地展开创造式的自我革命，总能在细分领域创造出新的市场，让持续的稳健增长成为可能。

4.2. 集群式专业研发输出源源不断的成长创新动能

创业之始，公司即率先开展专职专业的研发，并以此为凭借开创了全新的市场。十多年来，通过一线教研磨练和快速创造市场的迭代，累积形成了实战经验丰富的研发及研发管理专家梯队。在创始团队和他们的共同带领下，目前已形成超过 3,000 人的专职研发团队。伴随着品类的扩张和板块的跨越，公司的专业研发不仅实现了规模效应下的分工持续细化，更不断产生品类间不断协同的研发集群效应，大大提升了研发的效率，尤其是提升了存量研发资源对新品类新业务发展的嫁接效率。

4.3. 垂直一体化快速响应能力是持续高增长的架构和效率支撑

要在分散的市场实现规模经济和建立竞争壁垒，就必须实现远超一般行业的经营效率。垂直一体化快速响应体系和能力既是这种市场环境适配的最佳结果。在每一次大大小小的考试中，“网点—总部指挥中枢—教学现场”三者都在每一天进行高频的响应反馈，从而实现远超平均水平的经营和学习效果。

垂直一体化架构既能实现经营的超高效率，更能有效兼容高增长和品类快速扩张带来管理冲击。对这一架构进行投资和革新一直是公司管理变革的中心工作。公司目前已建立覆盖 300 个地级市的 1,600 多个经营网点，并不断加速扩张。同时，总部指挥中枢在管理变革和数字化经营的助力下，持续寻求管理的规模效应。近年来，公司也在大型吃住学一站式基地建设上持续投资，推动教学现场实现大工厂式作业。

4.4. “多品类增长飞轮效应” 逐级放大增长愿景

多品类之间的投资能力累积和叠加，多品类的增长飞轮效应不断增强，新旧品类的发展相互放大投资充分度，共同推动形成更强的经营基础设施能力。

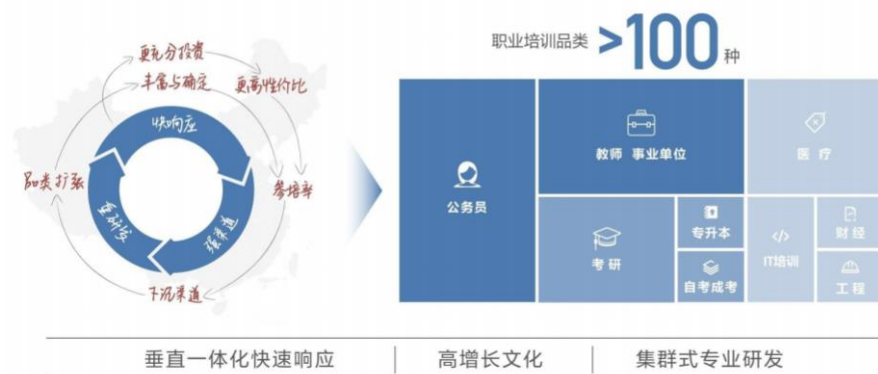
面向全国数亿 18 岁—45 岁的知识型就业人群，公司主营业务横跨招录考试培训、学历提升和职业能力培训等 3 大板块，提供超过 100 个品类的综合职业就业培训服务。

当前，这种增长飞轮效应已经扩大到了三大板块之间，逐级放大了公司的增长愿景，学历提升板块将在 3—5 年后成为推动增长的重要力量，职业能力培训板块则将在 5—10 后成为公司规模最大同时也是增长贡献最大的板块。

4.5. 数字化经营塑造可“实时态势感知”的企业平台

团队的数字化经营探索已持续了 15 年以上，近年更是大幅增加了数字化经营基础设施的投资规模。这一方面来自于高增长和品类快速扩张的管理需要，另一方面更在于垂直一体化快速响应体系极其适合进行数字化改造，二者纵深匹配后，产生了更高的经营效率，能将以为天为单位的前后台响应频次，猛然拉升到接近“实时态势感知”的层级，大举增强公司基于速度经济的核心竞争力。

图 13：公司的核心竞争力在于形成了垂直一体化快速响应能力驱动的高增长企业平台



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：垂直一体化快速响应能力是持续高增长的架构和效率支撑



资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 维持盈利预测，给予买入评级

经济转型将逐步提升职业教育在教育体系中的地位，大学毕业生人数持续增长是就业形势的重要风向标，优质供给严重不足是制约职业教育行业发展的主要矛盾，城镇化浪潮将推动公共服务水平不断提高，公共服务部门就业人群将持续扩大。

借助 A 股资本市场平台，中公教育将拓宽融资渠道，为后续发展提供推动力。我们预计中公教育 21-22 年业绩分别为 35.5 亿、49.1 亿，对应 PE 分别为 44x、32x。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,724.34	5,950.40	11,708.41	10,567.91	22,127.10
应收票据及应收账款	2.72	21.49	71.79	180.00	252.00
预付账款	2.46	2.20	492.84	115.44	256.02
存货	221.00	325.00	617.61	280.00	607.76
其他	2,106.75	1,462.70	2,071.78	2,239.42	2,074.55
流动资产合计	5,057.26	7,761.80	14,962.44	13,382.77	25,317.43
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	672.43	1,612.79	1,683.39	1,737.21	1,767.97
在建工程	653.58	214.25	164.55	146.73	118.04
无形资产	197.51	426.35	409.00	391.65	374.30
其他	3,600.92	2,742.79	3,112.08	3,077.21	2,815.72
非流动资产合计	5,124.44	4,996.18	5,369.02	5,352.79	5,076.02
资产总计	9,960.71	14,418.85	20,993.42	18,832.44	30,561.09
短期借款	2,867.00	3,976.02	2,000.00	2,300.00	2,900.00
应付票据及应付账款	236.48	211.82	1,288.67	14.50	1,721.20
其他	3,318.75	5,851.23	8,497.41	5,309.89	11,798.63
流动负债合计	6,422.23	10,039.08	11,786.08	7,624.39	16,419.83
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	106.93	104.68	102.79	104.80	104.09
非流动负债合计	106.93	104.68	102.79	104.80	104.09
负债合计	6,529.17	10,143.75	9,888.87	5,429.19	13,623.92
少数股东权益	(0.01)	(0.03)	(0.05)	(0.08)	(0.13)
股本	103.81	103.81	6,167.40	6,167.40	6,167.40
资本公积	1,198.58	1,225.48	1,225.48	1,225.48	1,225.48
留存收益	3,290.24	4,141.32	4,937.19	7,235.93	10,769.89
其他	(1,161.08)	(1,195.48)	(1,225.48)	(1,225.48)	(1,225.48)
股东权益合计	3,431.54	4,275.10	11,104.54	13,403.25	16,937.17
负债和股东权益总	9,960.71	14,418.85	20,993.42	18,832.44	30,561.09

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,804.54	2,304.33	3,553.75	4,912.87	6,266.43
折旧摊销	162.34	163.52	56.46	61.35	65.28
财务费用	107.85	172.45	0.00	0.00	0.00
投资损失	(259.22)	(256.54)	(330.00)	(284.00)	(500.00)
营运资金变动	2,302.30	8,695.66	1,513.54	(2,895.73)	8,124.97
其它	(1,643.82)	(6,196.94)	(70.69)	304.15	(179.28)
经营活动现金流	2,473.99	4,882.47	4,723.05	2,098.63	13,777.41
资本支出	597.28	833.19	61.89	77.99	50.71
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(728.39)	(1,941.83)	1,673.37	(703.00)	463.54
投资活动现金流	(131.11)	(1,108.64)	1,735.26	(625.01)	514.25
债权融资	2,867.00	3,976.02	0.00	0.00	0.00
股权融资	(113.01)	(411.15)	6,033.59	0.00	0.00
其他	(3,021.25)	(4,113.00)	(6,733.89)	(2,614.13)	(2,732.47)
筹资活动现金流	(267.26)	(548.13)	(700.30)	(2,614.13)	(2,732.47)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,075.62	3,225.70	5,758.01	(1,140.50)	11,559.20

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	9,176.13	11,202.49	16,918.70	23,009.43	28,761.79
营业成本	3,812.59	4,567.33	6,936.67	9,433.87	11,504.72
营业税金及附加	56.69	12.74	16.92	23.01	28.76
营业费用	1,482.98	1,811.79	2,706.99	3,681.51	4,314.27
管理费用	1,098.47	1,279.87	1,861.06	2,531.04	2,876.18
研发费用	697.94	1,050.70	1,607.28	1,100.00	1,210.00
财务费用	204.31	430.55	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	2.50	20.98	153.00	131.00	112.00
投资净收益	259.22	256.54	330.00	210.00	290.00
其他	(529.25)	(889.76)	(742.33)	271.76	1,231.02
营业利润	2,090.67	2,661.75	4,049.12	5,627.24	7,194.84
营业外收入	0.00	0.07	36.83	20.80	9.00
营业外支出	1.34	0.67	1.20	1.10	1.10
利润总额	2,089.33	2,661.14	4,084.75	5,646.94	7,202.74
所得税	284.78	356.81	531.02	734.10	936.36
净利润	1,804.54	2,304.33	3,553.73	4,912.84	6,266.38
少数股东损益	(0.01)	(0.03)	(0.02)	(0.03)	(0.05)
归属于母公司净利润	1,804.55	2,304.36	3,553.75	4,912.87	6,266.43
每股收益(元)	0.29	0.37	0.58	0.80	1.02

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	47.12%	22.08%	51.03%	36.00%	25.00%
营业利润	56.02%	27.32%	52.12%	38.97%	27.86%
归属于母公司净利润	56.52%	27.70%	54.22%	38.24%	27.55%
获利能力					
毛利率	58.45%	59.23%	59.00%	59.00%	60.00%
净利率	19.67%	20.57%	21.00%	21.35%	21.79%
ROE	52.59%	53.90%	32.00%	36.65%	37.00%
ROIC	226.55%	-159.27%	-106.39%	-94.32%	-279.28%
偿债能力					
资产负债率	65.55%	70.35%	47.10%	28.83%	44.58%
净负债率	4.16%	-46.18%	-105.44%	-78.85%	-130.64%
流动比率	0.75	0.94	1.60	2.53	1.89
速动比率	0.75	0.94	1.53	2.48	1.84
营运能力					
应收账款周转率	1,926.55	925.24	362.72	-86.19	-42.21
存货周转率	914,756.22	#DIV/0!	54.79	51.27	64.80
总资产周转率	1.07	0.92	0.96	1.16	1.16
每股指标(元)					
每股收益	0.29	0.37	0.58	0.80	1.02
每股经营现金流	0.40	0.79	0.77	0.34	2.23
每股净资产	0.56	0.69	1.80	2.17	2.75
估值比率					
市盈率	87.39	68.44	44.38	32.10	25.17
市净率	45.96	36.89	14.20	11.77	9.31
EV/EBITDA	-1.06	-1.01	34.44	24.97	17.99
EV/EBIT	-1.09	-1.03	34.92	25.24	18.16

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com