

2021年05月23日

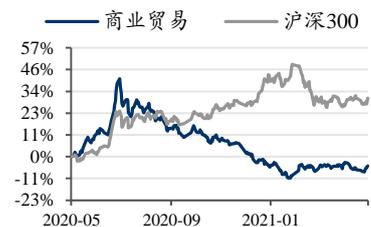
“双减”通过，K12教培行业监管趋严，广告投放或将有所收敛 增持（维持）

证券分析师 吴劲草
执业证号：S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn
证券分析师 张家璇
执业证号：S0600520120002
zhangjx@dwzq.com.cn
研究助理 谭志千
tanzhq@dwzq.com.cn

本周观点

- 本周关于 K12 教培行业密集发布了多条相关文件，“双减”下 K12 教培行业降温，预收学费，广告投放等开始受到限制：1) 北京市海淀区市监局发布《教育培训行业广告发布重点内容提示书》（以下简称《提示书》），首次对 K12 教培行业的广告投放制定详细、完整的标准；2) 《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》（以下简称“双减”意见）通过，提出要强化学校教育的主阵地作用，提升课堂教学质量全面压减作业总量，降低考试压力。K12 教培行业从严监管，尤其是义务教育阶段的教培。3) 《北京市学科类校外培训机构预收费管理办法(试行)》（简称《办法》）发布，关于预收学费加强了监管，须全部进入专用账户，银行存管必要交易信息。
- 具体来看，《提示书》从四方面严格监管线上广告投放，传统获客渠道遭遇挑战。《提示书》中主要从内容、发布人、场所、代言人等方面对广告投放进行了严格要求：1) 内容上，严禁贩卖焦虑、夸大宣传、承诺高分、编造政策等一系列与事实不符的广告内容；2) 发布人上，要求发布人必须身份真实、资质齐全、在自身业务范围内宣传，相关的培训机构必须具备办学资质；3) 广告场所上，严禁各机构进入中小学、幼儿园内开展广告活动，也不得利用教材等与其想干的材料发布广告；4) 代言人上，禁止利用 10 岁以下的未成年人、教育行业专业人士、未接受过服务者等形象进行代言。上述规定有望使得 K12 教培行业获客，尤其是在线教育获客更加规范和理性，过去通过大量广告投放获客，带来增长的逻辑或将有所改变。
- “双减”意见所提倡的减轻学生作业负担、校外培训负担。有助于从源头上给火爆的教育培训行业带来一定程度的降温，有助于维持行业整体的秩序，使学生、家长、学校老师、培训机构本身都正确看待校外培训机构在孩子教育中应扮演的角色，尤其是义务教育阶段的校外培训，促进校外培训回归其正确的教育地位。
- K12 教培行业整体面临的监管趋严，广告营销投放或有所收敛：我们认为，随着《提示书》、“双减”意见的落地以及其影响力在未来的传导，首先 K12 教培行业或将面临监管趋严，办学资质审核，收费管理，资本化运动等都将面临一定监管，行业发展趋于理性，更加健康。其中对于线上教育而言，广告投放内容和数量方面都将受到一定限制，之前通过广告获客，转化增长的逻辑或将有所改变。本次整顿主要针对义务教育阶段培训机构，对高教类公司以及职业教育公司影响不大，推荐中教控股，希望教育，华夏视听教育，中国科培，中国东方教育等。
- 风险提示：K12 教培行业政策监管趋严，广告投放受限等。

行业走势



相关研究

- 1、《教育行业深度：公职招录行业深度：公职人员长期仍具补充需求，疫情期间考试时间错位》2021-05-14
- 2、《教育行业点评：《民促法》靴子落地，高教和职教风险解除重点关注，义务教育关注具体落地》2021-05-14
- 3、《东吴教育周观点 2021 年第 18 期：《民促法》靴子时隔近三年重磅落地，高教和职教风险解除，义务教育关注具体落地》2021-05-17

1. 本周观点：“双减”通过，K12 教培行业监管趋严，广告投放或将有所收敛

本周关于 K12 教培行业密集发布了多条相关文件：

1) 5月19日，北京市海淀区市监局发布《教育培训行业广告发布重点内容提示书》（以下简称《提示书》），这是首次对 K12 教培行业的广告投放制定详细、完整的标准。

2) 5月21日，《关于进一步减轻义务教育学生作业负担和校外培训负担的意见》（以下简称“双减”意见）正式审议通过，“意见”提出要全面提高学校教学质量，做到应教尽教，强化学校教育的主阵地作用，提升课堂教学质量全面压减作业总量，降低考试压力，教培行业从严监管，尤其是义务教育阶段。

3) 5月21日，《北京市学科类校外培训机构预收费管理办法(试行)》（简称《办法》）发布，关于预收的学费，须采用银行存管模式开展资金监管，预收费用须全部进入本机构学费专用账户，机构应将必要的交易信息提供至存管银行，存管资金拨付须与授课进度同步、同比例。

具体来看，《提示书》从四方面严格监管线上广告投放，传统获客渠道遭遇挑战。

《提示书》中主要从内容、发布人、场所、代言人等方面对广告投放进行了严格要求：

1) 内容上，严禁贩卖焦虑、夸大宣传、承诺高分、编造政策等一系列与事实不符的广告内容；2) 发布人上，要求发布人必须身份真实、资质齐全、在自身业务范围内宣传，相关的教育培训机构必须具备办学资质；3) 广告场所上，严禁各机构进入中小学、幼儿园内开展广告活动，也不得利用教材等与其想干的材料发布广告；4) 代言人上，禁止利用 10 岁以下的未成年人、教育行业专业人士、未接受过服务者等形象进行代言。上述规定有望使得 K12 教培行业获客，尤其是在线教育获客更加规范和理性，过去通过大量广告投放获客，带来增长的逻辑或将有所改变。

“双减”意见所提倡的减轻学生作业负担、校外培训负担。有助于从源头上给火爆的教育培训行业带来一定程度的降温，有助于维持行业整体的秩序，使学生、家长、学校老师、培训机构本身都正确看待校外培训机构在孩子教育中应扮演的角色，尤其是义务教育阶段的校外培训，促进校外培训回归其正确的教育地位。

K12 教培行业整体面临的监管趋严，广告营销投放或将有所收敛：我们认为，随着《提示书》、“双减”意见的落地以及其影响力在未来的传导，首先 K12 教培行业或将面临监管趋严，办学资质审核，收费管理，资本化运动等都将面临一定监管，行业发展趋于理性，更加健康。其中对于线上教育而言，广告投放内容和数量方面都将受到一定限制，之前通过广告获客，转化增长的逻辑或将有所改变。本次整顿主要针对义务教育阶段培训机构，对高教类公司以及职业教育公司影响不大，推荐中教控股，希望教育，华夏视

听教育，中国科培，中国东方教育等。

2. 近期研究汇总

《教育行业深度》2021.5.14：公职招录行业深度：公职人员长期仍具补充需求，疫情期间考试时间错位

我们通过对我国广义公职人员和狭义公职人员的详细数据分析，发现我国广义公职人员（主要包括了带编制和不带编制的公务员）长期仍是缺乏的，并且随着上一代大规模扩招的公职人员逐渐进入退休年龄，以及城镇化的持续推进，未来我国公职人员仍存在长期补充需求。

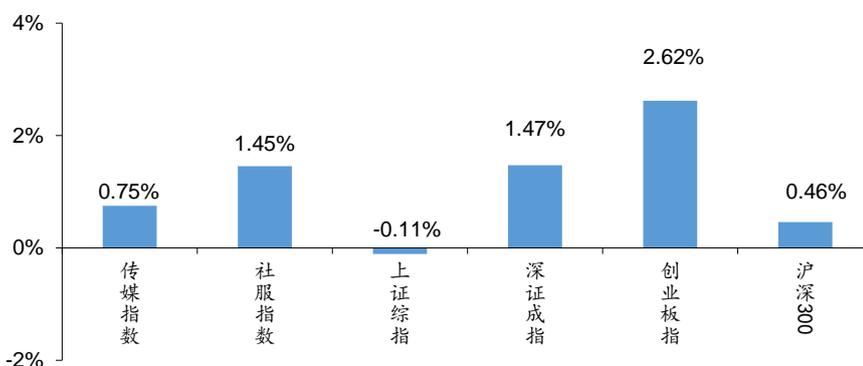
我们借着近期2021年省考招录人数和报名人数出炉，重点分析近几年的招录人数，招录节奏和报名情况。认为2021年省考人数波动更多来自于招录节奏的变化，未来随着报名人数增多，内卷的加剧，公考培训行业仍将持续受益。

3. 过去一周行情回顾（5/17-5/21）

过去一周（5/17-5/21），传媒指数（申万）上涨0.75%，社服指数（申万）上涨1.45%，上证综指下跌0.11%，深证成指上涨1.47%，创业板指上涨2.62%，沪深300指数上涨0.46%。

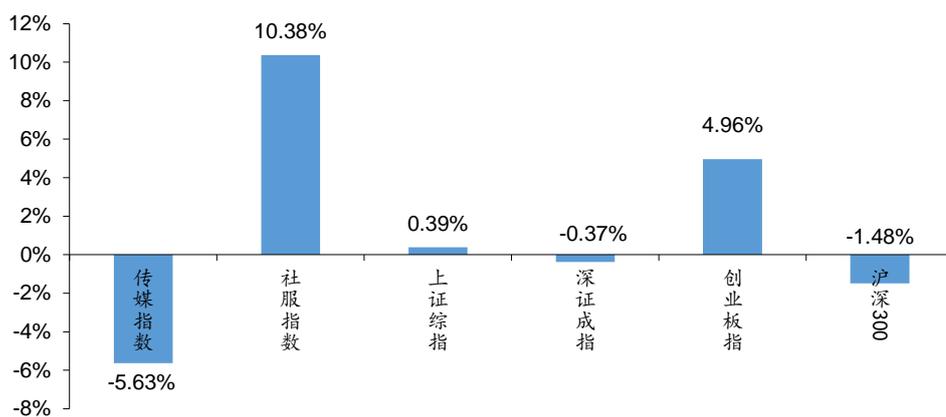
年初至今，传媒指数（申万）下跌5.63%，社服指数（申万）上涨10.38%，上证综指上涨0.39%，深证成指下跌0.37%，创业板指上涨4.96%，沪深300指数下跌1.48%。

图1：过去一周（5/17-5/21）行情涨跌情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所，传媒和社服均为申万指数

图 2: 年初至今行情涨跌情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 传媒和社服均为申万指数

4. 过去一周行业重点公告 (5/17-5/21)

【中公教育】(002607.SZ) 5月17日公告: 发布关于《中公教育科技股份有限公司非公开发行股票申请文件反馈意见》之回复报告(修订稿)。截至本反馈意见回复出具日, 公司实际控制人李永新、鲁忠芳合计质押约 9.1 亿股上市公司股票, 占实际控制人合计控制股份数量的比例为 24.19%, 占公司总股本的比例为 14.75%, 占比较低。上述股份质押债务融资不存在逾期还款或其他违约情形, 公司实际控制人整体资信情况及债务履约情况良好。

【豆神教育】(300010.SZ) 5月17日公告: 发布关于调整全资子公司业绩承诺及签署补充协议。鉴于全资子公司中文未来 2020 年度经营业务受新冠病毒疫情影响而未能完成业绩承诺, 董事会同意公司与业绩承诺方拟就现金收购中文未来的原业绩承诺方案进行部分调整并签署《股权转让协议之补充协议》。

【豆神教育】(300010.SZ) 5月17日公告: 发布关于公司未弥补亏损超过实收股本三分之一的公告。截止 2020 年 12 月 31 日, 母公司报表可供普通股股东分配利润约为 -30.6 亿元, 公司实收股本约 8.68 亿元, 公司未弥补亏损超过实收股本总额 1/3。为改善经营业绩, 尽快弥补亏损, 公司已采取的措施如下: 1. 加强主营业务的稳定发展; 2. 开源节流, 增收节支; 3. 推动资源整合, 优化资产结构; 4. 进一步优化完善公司治理结构, 提升企业现代化治理能力。

【佳发教育】(300559.SZ) 5月18日公告: 发布关于 2020 年年度权益分派实施公告。公司 2020 年年度权益分派方案为: 以公司约 3.9 亿股为基数向全体股东每 10 股派现金红利 2.00 元 (含税)。本次权益分派股权登记日为: 2021 年 5 月 24 日, 除权除息日为: 2021 年 5 月 25 日。本次分派对象为: 截止 2021 年 5 月 24 日下午深圳证券交易所收市后, 在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司登记在册的本公司全体股东。

【睿见教育】(06068.HK) 5月18日公告：按本公司主席、执行董事及控股股东李素文女士所告知，其于2021年5月17日在市场上购入本公司合共100万股普通股，平均购买价约为2.47港元/股。李女士及另一名与其一致行动的本公司控股股东刘学斌先生合共于约15亿股股份中拥有权益，占本公司于本公告日期的已发行股本总额约69.1%。

【佳发教育】(300559.SZ) 5月19日公告：发布关于公司控股股东进行股票质押及解除质押的公告。公司控股股东袁斌先生于2021年5月17日起质押公司股份0.3亿股，占其所持股份比例22.64%，同时有约0.14亿股股份于2021年5月18日解除质押，占其所持股份比例10.23%。袁斌先生股份质押事项对上市公司生产经营、公司治理等不会产生实质性影响。

【豆神教育】(300010.SZ) 5月19日公告：发布关于终止向特定对象发行股票事项并撤回申请文件的公告。公司于2021年5月19日召开董事会，审议通过《关于终止向特定对象发行股票事项并撤回申请文件的议案》，同意终止2020年向特定对象发行股票事项并向深交所申请撤回相关申请文件。决策原因综合考虑了公司实际情况、发展规划、融资环境等因素。

【学大教育】(000526.SZ) 5月21日公告：发布关于签署《展期协议书》暨关联交易的公告。公司拟与紫光卓远、芯鑫保理签署《展期协议书》，约定①紫光卓远就其未转让的本金金额人民币5亿元及相应利息的债权继续向公司展期，②约定紫光卓远、芯鑫保理就芯鑫保理受让的本金金额共计人民币10.45亿元及相应利息的债权向公司展期，继续展期借款期限均为2021/05/24-2022/03/31，继续展期借款利率均为4.35%/年。

5. 过去一周行业重点新闻（5/17-5/21）

51Talk 发布 2021 年第一季度财务业绩报告，营收同比增长 23.3%

多知网5月17日讯，51Talk发布2021年第一季度财务业绩报告，公司实现营业收入6亿元，2020年Q1同比+23.3%。今年三月和四月，51Talk分别收购了知名AI启蒙英语学习软件GKid和教育平台考拉阅读，不断深化素质教育系统，将目光聚焦在用户增长与品牌升级。此外，51Talk提出并参与起草国内首个《K12在线教育服务与评价》团体标准。

课观教育宣布完成近亿元B轮融资

蓝鲸教育5月17日讯，职业教育培训机构课观教育宣布完成近亿元B轮融资，本轮融资由新东方产业基金独家领投，泽羽资本跟投。创始人张峰表示，本轮融资主要用于强化教研产研资源配置和人才引进。2021年，课观教育将继续在银行、教师项目发力，同时也将继续推进课观公考公职类考试培训和课观医考培训业务的横向拓展。

考虫宣布截止 2021 年 5 月考研线上正价课订单量已居行业第一

多知网 5 月 17 日讯，大学生在线教育品牌考虫在媒体沟通会上宣布，截止 2021 年 5 月，考虫考研线上正价课订单量已居行业第一，公司已开始全面布局线下考研业务。考虫创始人兼 CEO 李好宇透露，未来三年计划覆盖全国 600 多所高校。

好未来集团正式发布 2020 年度社会责任报告

多知网 5 月 17 日讯，好未来集团正式发布 2020 年度社会责任报告。报告以“向美好、向未来”为主题，全面梳理了好未来的社会责任战略。报告显示，好未来首次将自身的社会责任战略与联合国可持续发展目标进行了系统化匹配。截至目前，“希望在线”教育公益平台已覆盖全国 18 省份 52 县区 1431 所学校，受益的学生和教师超过 19 万人。过去一年里，好未来员工志愿者参与公益项目超 5 万人次，累计公益时长超 200 万小时。组织学而思学员累计参与公益项目超 65 万人次，项目地受益学生超 30 万人，受益教师约 6 万人。

校管家宣布获得来自有赞的 1.3 亿元战略投资

蓝鲸教育 5 月 18 日讯，民办教育机构信息化和数字化解决方案提供商校管家宣布获得来自有赞的 1.3 亿元战略投资。此次融资资金，校管家将主要用于加大产品研发投入和加强服务中心建设两方面。截至目前，校管家已经完成 4 轮融资。

人社部近日印发《“十四五”时期教育强国推进工程实施方案》

芥末堆 5 月 18 日讯，为增强教育改革发展活力，加快建设教育强国，国家发改委、教育部、人社部近日印发《“十四五”时期教育强国推进工程实施方案》，强调要集中支持原扶贫重点县、加强产教融合实训基地建设、加强急需领域学科专业建设等思想。

高途学院推出“同心圆”考研教学产品生态体系

多知网 5 月 18 日讯，成人在线教育品牌高途学院今日推出“同心圆”考研教学产品生态体系，即以一线主讲授课为核心服务，以产品、教辅、图书资料和技术支持为外延，构建多场景全周期的学习生态。2021 年，高途考研的目标是服务考生数量突破 10 万人。

阿卡索正式宣布签约国际知名运动员、中国体育领军人物易建联作为品牌代言人

蓝鲸教育 5 月 18 日讯，继宣布上线 Reach HIGHER 系列明星课程之后，国内知名在线少儿英语教育品牌阿卡索正式宣布签约国际知名运动员、中国体育领军人物易建联作为品牌代言人。此次携手易建联推出的“Reach HIGHER 圆梦奖学金”计划，正是基于 Reach HIGHER 课程的优质内容，通过更用心的教学设计和互动设计，给予更多孩子更好的英语学习体验。

教育部、财政部联合发布《关于实施中小学幼儿园教师国家级培训计划(2021—2025

年)的通知》

蓝鲸教育 5 月 19 日讯, 教育部、财政部联合发布《关于实施中小学幼儿园教师国家级培训计划(2021—2025 年)的通知》, 通知明确“十四五”期间“国培计划”实施思路、支持方向、工作重点等内容。文件从培训内容体系、机制改革、能力建设、监管评价 4 个方面, 明确 10 项重点工作, 包括突出教师核心素养培养、强化培训内容标准引领等。

未来旗下未来魔法校举办了“回归课堂 未来可期——2021 暑秋产品发布会”

蓝鲸教育 5 月 19 日讯, 好未来旗下未来魔法校举办了“回归课堂 未来可期——2021 暑秋产品发布会”。会上重点宣布了未来魔法校将迎来以数据化服务为导向的 3.0 时代。并指出, K12 教培机构升级 OMO 需要三大基本能力: 多品类内容生产能力、学习系统开发能力、课堂质量把控能力, 未来将针对以上能力进行了覆盖。

北京海淀区监局发布《教育培训行业广告发布重点内容提示书》

多知网 5 月 19 日讯, 北京海淀市场监督管理局发布《教育培训行业广告发布重点内容提示书》, 首次对教育培训行业的广告投放制定出标准。根据文件, 教育培训行业广告投放受到严格的限制, 对广告主身份、广告代言人、广告用语和内容以及广告场所均做出了详细的规定。

“优才教育”违反相关规定, 违规举办学生等级考试、竞赛

蓝鲸教育 5 月 19 日讯, 北京市教委印发《北京市教育委员会关于“优才教育”违规举办学科考试的通报》。通报指出, “优才教育”违反相关规定, 违规举办学生等级考试、竞赛。在调查过程中, 发现该机构存在超前超纲培训问题, 并涉嫌将培训考试结果与中小学招生入学挂钩。

山西省教育厅制定并印发了《促进中小学生身心健康成长十项举措》

芥末堆 5 月 19 日讯, 山西省教育厅制定并印发了《促进中小学生身心健康成长十项举措》, 要求要全面加强校外培训机构设立审批、教学管理、收费管理、违规处理等各环节的监督管理, 并停止审批面向中小学生的学科类校外培训机构。

教育部等八部门发文, 规范“大学”“学院”名称登记使用

芥末堆 5 月 19 日讯, 教育部等八部门发文, 规范“大学”“学院”名称登记使用。其他组织机构在登记、广告宣传、各类活动等均不得使用“大学”“学院”字样。文件规定, 大学、学院是具有特定功能和作用的法人组织, 应按照国家法律法规和国家规定的标准、程序审批设立, 其名称经批准方可使用。

新东方、龙文教育等 12 家校外培训机构涉嫌存在虚假违法广告、等问题

芥末堆 5 月 20 日讯, 广州市市场监督管理局会同广州市教育局发现新东方、龙文

教育、童程童美等 12 家校外培训机构涉嫌存在虚假违法广告、无证办学等问题。其中，新东方宣传单张折页上有标示限时优惠价、表述不清晰准确的内容，且存在无证开展招生宣传的情况；龙文教育网页上有宣传培训效果的内容，同时还存在无证办学以及未在显著位置公示教师姓名、照片、任教班次及教师资格证号等违规行为。

教育部近日发布《关于下达 2021 年现代职业教育质量提升计划资金预算的通知》

芥末堆 5 月 20 日讯，财政部、教育部近日发布《关于下达 2021 年现代职业教育质量提升计划资金预算的通知》。文件中，新增教育经费要向职业教育倾斜，资金分配继续向困难地区和薄弱环节倾斜，向办学质量高、办学特色鲜明的职业院校倾斜。

掌门教育正式递交招股书，计划在纽交所挂牌上市

芥末堆 5 月 20 日讯，掌门教育正式递交招股书，计划在纽交所挂牌上市。根据招股书，2020 年全年，掌门教育实现现金净收入 40.18 亿元。其中，在线 1 对 1 业务在 2020 年全年净收入约占总净收入的 93.1%，小班课业务净收入约占 1.6%。在线 1 对 1 是掌门教育最重要的业务部分，而小班课业务未来有望成为掌门教育的第二增长曲线。

金宝贝正式推出面向 0-3 岁孩子的家庭早教核心课

多知网 5 月 20 日讯，金宝贝正式推出面向 0-3 岁孩子的家庭早教核心课，通过“月龄课程+月度绘本教具”的产品服务组合解决用户在家科学早教的需求。此次课程发布，金宝贝将早教课程划分为六大学阶，并按照孩子的阶段性发展特点为其匹配相应的课程。其中包括育乐课、音乐课、艺术课以及亲子共读课四大模块，覆盖八大能力领域。

习近平主持召开中央全面深化改革委员会第十九次会议，通过关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》

多知网 5 月 21 日讯，习近平主持召开中央全面深化改革委员会第十九次会议，会议通过了五份文件，其中包括《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》。会议指出，减轻学生负担，根本之策在于全面提高学校教学质量，做到应教尽教，强化学校教育的主阵地作用。要深化教育教学改革，提升课堂教学质量，优化教学方式，全面压减作业总量，降低考试压力。

北京市教育委员会、北京市地方金融监督管理局等四部门联合发布《北京市学科类校外培训机构预收费管理办法（试行）》

多知网 5 月 21 日讯，北京市教育委员会、北京市地方金融监督管理局等四部门联合发布《北京市学科类校外培训机构预收费管理办法（试行）》，这是北京市首次对学科类校外培训机构预收费做出统一的管理办法。本次办法对预收费的收费时间跨度、预收费提前收费的时间、退费等都做出了明确要求，还提出了要进行资金监管。

行业公司估值表

表 1: 相关标的估值表

代码	简称	总市值 (亿)	收盘价	归母净利润 (亿)			PE		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
9901.HK	新东方-S	1,546.2	90.20	4.13	4.04	5.24	49	50	39
TAL.N	好未来	276.8	42.93	-1.16	1.64	5.59	-239	169	50
002607.SZ	中公教育	1,548.6	25.11	23.04	31.94	41.21	67	48	38
0667.HK	中国东方教育	400.2	18.18	2.58	10.14	11.81	155	39	34
300192.SZ	科德教育	35.0	11.79	1.14	2.44	2.94	31	14	12
002621.SZ	美吉姆	47.8	5.78	-4.78	1.92	2.24	-10	25	21
300010.SZ	豆神教育	53.6	6.17	-25.67	1.39	4.17	-2	39	13
1769.HK	思考乐教育	34.1	6.14	0.49	1.59	2.25	58	18	13
3978.HK	卓越教育集团	18.0	2.13	1.30	1.64	2.06	12	9	7
0839.HK	中教控股	452.8	19.92	6.33	12.69	16.86	59	30	22
1765.HK	希望教育	203.4	2.55	4.56	8.09	10.74	37	21	16
6169.HK	宇华教育	275.1	8.20	2.04	12.60	15.05	112	18	15
0382.HK	中汇集团	92.4	8.62	2.91	4.37	6.19	26	18	12
1890.HK	中国科培	122.9	6.10	5.65	7.59	9.41	18	13	11
1981.HK	华夏视听教育	109.9	6.62	3.16	4.43	5.81	29	21	16
1773.HK	天立教育	106.8	4.93	3.79	5.30	7.57	23	17	12
1317.HK	枫叶教育	49.7	1.66	5.05	6.21	7.12	8	7	6
6068.HK	睿见教育	54.9	2.52	5.12	6.34	7.25	9	7	6
1565.HK	成实外教育	40.5	1.31	2.25	3.83	5.05	15	9	7
2001.HK	新高教集团	99.3	6.26	4.33	5.93	7.41	19	14	11
1569.HK	民生教育	57.8	1.37	1.31	6.09	7.20	36	8	7
1525.HK	建桥教育	25.7	6.20	1.93	2.61	3.22	11	8	7

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 数据截至 2021 年 5 月 21 日收盘

未加粗部分 21-22 年归母净利润来自 wind 一致预期, 已加粗部分 21-22 年归母净利润来自东吴证券研究所预测
 港股和美股收盘价和市值分别为港币和美元, 归母净利润好未来和新东方为美元, 其他均为人民币, 汇率港币/人民币为 0.83 元, 美元/人民币为 6.4 元

风险提示

K12 教培行业政策监管趋严, 广告投放受限等。

免责声明

东吴证券股份有限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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

