

“双减”文件出台，K12 培训行业大受冲击 或将面临转型

——休闲服务行业周观点(07.19-07.25)

强于大市 (维持)

2021 年 07 月 26 日

行业核心观点:

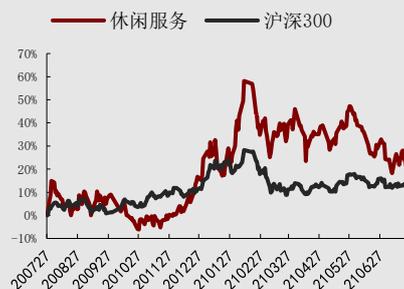
上周(7月19日-7月23日)上证综指上涨0.31%、申万休闲服务指数下跌0.58%，休闲服务指数跑输上证综指0.89个pct，上周休闲服务主要子板块除旅游外普跌：餐饮-3.15%、酒店-5.36%、旅游综合0.88%、景点-4.64%，教育服务-2.38%。“双减”文件出台，从多个维度对义务教育阶段学科类培训进行了全面规范，明令禁止学科类培训上市，培训机构数量、培训时长、价格等均遭到限制，搜题类APP使用遭禁，部分城市重新审核登记现有学科培训机构，监管力度空前，K12培训行业大受冲击，或将向素质教育、职业教育赛道转型。休闲服务行业逐渐恢复，且疫情使得行业重新洗牌，但仍需关注国内疫情复发态势。短期来看，受压抑的旅游需求转向国内市场，景区、酒店业绩改善明显，看好各细分板块布局国内旅游市场的龙头企业，尤其看好酒店、景区、旅行社等弹性大的板块龙头。中长期来看，我们看好具备优质成长性的免税、演艺主题公园板块龙头。

1、旅游：建议关注：1) 受益于旅游和商务出行活动逐步恢复的**酒店龙头**；2) 受益于旅游活动逐步恢复的**景区龙头**；3) 积极转变发展模式且与免税合作的**头部旅行社**；4) 受益消费回流和免税新政的**免税板块**。**2、教育：**教育部成立校外教育培训监管司，K12 校外培训监管升级，K12 校外培训面临政策风险加大，可关注**政策支持**的**职教龙头**。

投资要点:

- **行情回顾：**上周(7月19日-7月23日)上证综指上涨0.31%、申万休闲服务指数下跌0.58%，休闲服务指数跑输上证综指0.89个百分点，在申万28个一级行业指数涨跌幅排第14。年初至今上证综指上涨2.23%、申万休闲服务指数下跌2.81%，申万休闲指数跑输上证综指5.04个百分点，在申万28个一级子行业中涨幅排名第18。
- **行业相关新闻：**1) **旅游：**文化和旅游部启动“新时代 新青年 新旅游”全国公益旅游宣传青年市场专项推广活动。2) **教育：**中共中央办公厅 国务院办公厅印发《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》
- **上市公司重要公告：**曲江文旅、金陵饭店高管变更，西安饮食、峨眉山 A 经营活动，中公教育股票质押，东方时尚业绩披露。
- **风险因素：**1、自然灾害和安全事故风险。2、政策风险。3、投资并购整合风险。

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

游客信心持续恢复，看好下半年旅游市场稳步复苏

离岛免税周年数据同比高增，教育部发文不得强制开展暑期托管

暑期游拉开帷幕，“红色旅游”成为新国潮

分析师:

陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 18665372087

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

研究助理:

王鹏

电话: 15919158497

邮箱: wangpeng1@wlzq.com.cn

研究助理:

李滢

电话: 15521202580

邮箱: liying1@wlzq.com.cn

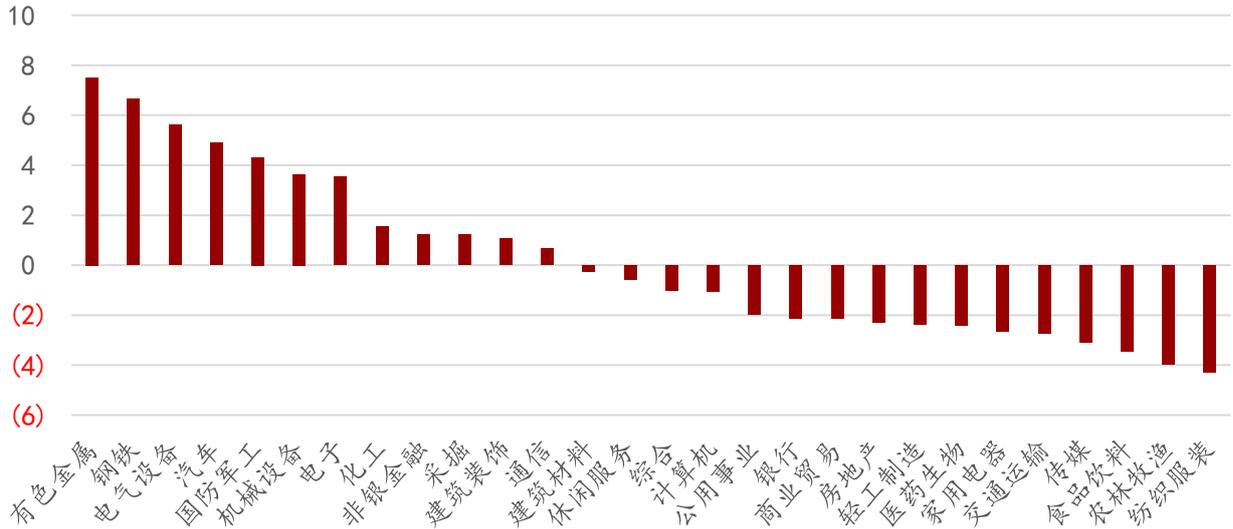
正文目录

1 行情回顾.....	3
2 行业重要事件.....	5
2.1 旅游.....	5
2.2 教育.....	7
3 过去一周上市公司重要公告.....	9
4 投资建议.....	9
5 风险提示.....	10
图表 1: 上周休闲服务板块涨跌幅(%) 位列第 14.....	3
图表 2: 年初至今休闲服务板块涨跌幅(%) 位列第 18.....	3
图表 3: 子板块周涨跌幅(%) 情况.....	4
图表 4: 子板块 PE 估值情况_20210723.....	4
图表 5: 个股涨跌情况_20210723.....	4
图表 6: 过去一周上市公司重要公告.....	9

1 行情回顾

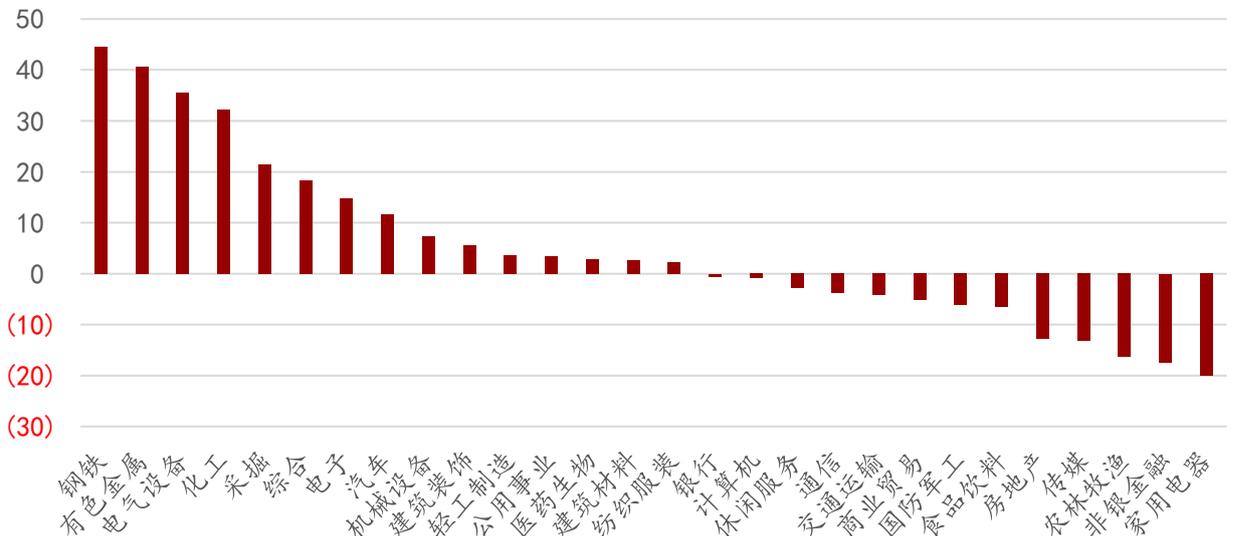
上周（7月19日-7月23日）上证综指上涨0.31%、申万休闲服务指数下跌0.58%，休闲服务指数跑输上证综指0.89个百分点，在申万28个一级行业指数涨跌幅排第14。年初至今上证综指上涨2.23%、申万休闲服务指数下跌2.81%，申万休闲指数跑输上证综指5.04个百分点，在申万28个一级子行业中涨幅排名第18。

图表1：上周休闲服务板块涨跌幅（%）位列第14



资料来源：Wind，万联证券研究所

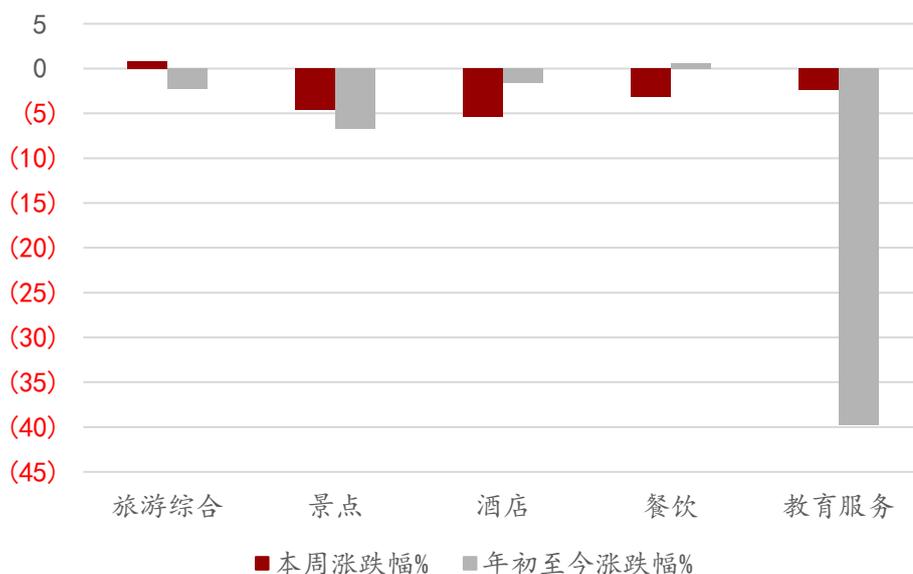
图表2：年初至今休闲服务板块涨跌幅（%）位列第18



资料来源：Wind，万联证券研究所

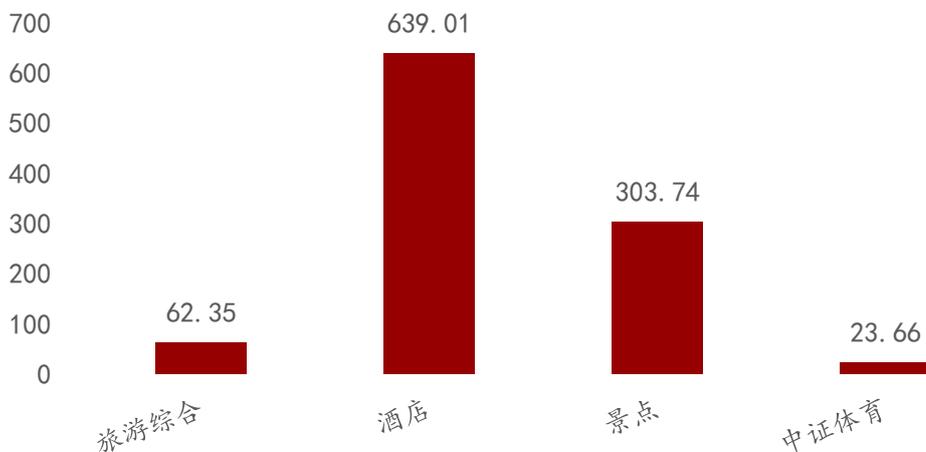
上周休闲服务主要子板块涨跌互现：餐饮-3.15%、酒店-5.36%、旅游综合0.88%、景点-4.64%，教育服务-2.38%。板块的PE估值为酒店639.01、景点303.74、旅游综合62.35。

图表3: 子板块周涨跌幅(%)情况



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 子板块PE估值情况_20210723



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表5: 个股涨跌情况_20210723

板块名称	领涨股票(%)	领跌股票(%)
休闲服务	张家界 (10.96)	*ST 西域 (-14.73)
	国旅联合 (5.92)	*ST 圣亚 (-9.74)
	中青旅 (3.46)	锋尚文化 (-8.06)
教育服务	开元教育 (3.42)	拓维信息 (-8.86)
	全通教育 (2.79)	学大教育 (-7.5)
	中国高科 (1.84)	文化长城 (-7.22)

资料来源: Wind, 万联证券研究所

2 行业重要事件

2.1 旅游

《关于新时代推动中部地区高质量发展的意见》提出传承弘扬革命老区红色文化 打造红色旅游目的地

中共中央、国务院日前印发的《关于新时代推动中部地区高质量发展的意见》(以下简称《意见》)提出,增加高品质公共服务供给。传承和弘扬赣南等原中央苏区、井冈山、大别山等革命老区红色文化,打造爱国主义教育基地和红色旅游目的地。

《意见》提出,深入挖掘和利用地方特色文化资源,打响中原文化、楚文化、三晋文化品牌。积极发展文化创意、广播影视、动漫游戏、数字出版等产业,推进国家文化与科技融合示范基地、国家级文化产业示范园区建设,加快建设景德镇国家陶瓷文化传承创新试验区。

《意见》还提出,推动省际协作和交界地区协同发展。围绕对话交流、重大事项协商、规划衔接,建立健全中部地区省际合作机制。加快落实支持赣南等原中央苏区、大别山等革命老区振兴发展的政策措施。推动中部六省省际交界地区以及与东部、西部其他省份交界地区合作,务实推进晋陕豫黄河金三角区域合作,深化大别山、武陵山等区域旅游与经济协作。

《意见》明确,要构建以先进制造业为支撑的现代产业体系,增强城乡区域发展协同性,打造人与自然和谐共生的美丽中部,形成内陆高水平开放新体制,提升公共服务保障水平,完善促进中部地区高质量发展政策措施,推动中部地区加快崛起,在全面建设社会主义现代化国家新征程中作出更大贡献。(文旅部官网)

https://www.mct.gov.cn/whzx/whyw/202107/t20210723_926628.htm

文化和旅游部启动“新时代 新青年 新旅游”全国公益旅游宣传青年市场专项推广活动

为贯彻落实习近平总书记“七一”重要讲话精神,通过宣传和树立旅游作为一种成长方式、学习方式、生活方式的大众旅游理念,发挥旅游在促进青年全面发展和社会全面进步中的重要作用,文化和旅游部启动“新时代 新青年 新旅游”全国公益旅游宣传青年市场专项推广活动。

青年是文化传承的重要群体,是旅游消费的重要力量。专项推广活动以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导,全面贯彻党的十九大和十九届二中、三中、四中、五中全会精神。专项推广活动结合“四史”宣传教育活动,重点突出青年群体,把握青年群体的特点和习惯,重点引导青年群体厚植爱党爱国爱社会主义的情感,让红色基因、革命薪火代代传承,重点展现当代中国青年生逢盛世,肩负重任,把青春奋斗融入党和人民事业,成为实现中华民族伟大复兴的先锋力量的精神面貌。推广活动在做好疫情防控和安全管理的的前提下,以加大公益旅游宣传为导向,统筹线上与线下,鼓励和支持各地、各媒体、各平台面向广大青年群体推出一系列形式多样、特色鲜明的文化和旅游产品、活动等,更好满足广大青年群体的旅游休闲需求,更好发挥旅游在丰富青年文化活动、助力扩大内需战略重要作用。

专项推广活动顺应线上文化和旅游消费加快发展新趋势，主要针对国内疫情低风险地区，包括但不限于旅游景区、旅游度假区、乡村旅游重点村、文博场所等，以及当地有关部门批准举办的民俗节庆、文化活动等。活动鼓励和支持各地文化和旅游部门、旅游机构、旅游达人、其他用户等，通过图文、短视频等多种形式参与，展现深受青年人喜爱的旅游方式、旅游目的地及旅游产品；鼓励和支持景区和博物馆等开展直播活动，丰富线上优质文化和旅游产品供给；鼓励各平台通过优惠券、公益活动等多种形式加大对青年旅游消费的支持；要求各地文化和旅游部门要加强工作统筹和政策协同，形成组合拳，共同营造积极促进青年旅游发展的良好氛围。

专项推广活动由文化和旅游部资源开发司主办，“学习强国”学习平台、新华网、央视网、抖音、携程网、新浪微博、穷游网、品橙旅游等参与组织，活动于7月22日正式开始。（文旅部官网）

https://www.mct.gov.cn/whzx/whyw/202107/t20210723_926659.htm

小猪民宿暑期报告：研学民宿同比去年涨超450%

7月已至，暑期拉开帷幕，亲子客群“蠢蠢欲动”的心早已按捺不住，7月23日，小猪民宿发布《2021亲子民宿大数据报告》（下称《报告》）。《报告》显示，暑期亲子订单占比超6成，较19年增长11%。

报告显示，最受亲子家庭欢迎的目的地主要有成都、西安、重庆、北京、上海、三亚、长沙、广州、敦煌、呼伦贝尔等热门城市。从出行目的地来看，动物园、游乐场、博物馆、海洋馆、历史人文场馆等备受欢迎，其周边民宿的平均订单环比6月增长超150%。

报告显示，“2大1小”“2大2小”组合仍是亲子游的出行主力，两居室民宿房源成为预订热选，占比59%，订单平均间夜为3.1天。在“1大1小”的亲子游群体中，“宝妈”独自带娃出行比例超过65%，母亲角色成为暑期亲子游决策的重要因素。出游意愿强烈的亲子游群体，在消费方面也丝毫不弱，受出境游回流国内的影响，暑期亲子游市场品消费力提升明显，数据显示，暑期亲子游民宿平均消费较2020年同期增长35%，单均金额超2000元，住宿品质的预期和要求被广泛提升。

根据第七次全国人口普查的数据结果，我国0-14岁人口为2.53亿，占17.95%，较十年前上升了1.35个百分点。儿童人口规模的持续增长，为国内亲子游市场创造了巨大的持续增长空间。不久前，教育部成立校外教育培训监管司，拟订校外教育培训规范管理政策。研学旅行作为学校教育校外教育结合的重要组成部分，对于学生提高实践能力、拓展视野有着不可或缺的作用。

报告显示，带有研学功能的民宿产品同比2020年增长超450%，搜索量同比增长超3倍，承载着寓教于乐功能的民宿产品正在快速发展。如四川雅安的沐云乡宿民宿，帮助孩子深入大熊猫生活，做野生动物的爱心体验官，除了动物行为展示、专属科普课堂以及动物互动投喂外，还会给孩子们颁发大熊猫科普体验书，以此表彰小朋友对保护动物的特殊贡献。

除了研学主题之外，亲子游的红色爱国主义教育主题住宿产品受到关注，截至7月20日，嘉兴南湖、井冈山、延安、湖南十八洞村、浙江余村、贵州花茂村迎来客流高峰，小猪民宿订单量相较2019年同期平均增长超过65%。家庭群体通过瞻仰红色革命遗址、老照片和历史文物等，同孩子一起感受老一辈无产阶级革命家铸就的红船精神、井冈山精神等，重温革命艰苦岁月。

从住宿类型上看，报告显示，90后父母的崛起，带娃出游理念逐渐发生变化，越来越多的亲子消费群体期待在住宿服务外，得到特色的增值服务与体验，住宿品质化、个性化、主题化趋势明显。随着“民宿即目的地”概念的兴起，也让以住为载体的套餐类民宿产品受青睐。根据小猪民宿飞猪官方旗舰店数据显示，民宿套餐类产品较2020年同期增长超3倍，其中亲子游用户占比近60%，带动了150%营业额的增长，成为民宿套餐消费的绝对主力群体。

数据显示，在亲子民宿套餐产品中，除了多数民宿会提供的餐饮，近30%的民宿可以提供更加精细化的服务，如昆明春城湖畔度假村民宿，套餐内包含的全家高尔夫教学课程、户外运动高尔夫体验，定制行程及餐饮也受到了市场的热捧，成为远离喧嚣的亲子休闲度假方式。部分民宿内组织的亲子旅拍、运动课程、亲子采摘、拓壁画、儿童活动等，一方面促进了亲子关系的提升，另一方面也让孩子在玩乐中增长见闻。除了开拓孩子眼界外，不少年轻父母也把亲子出行当成自己减压放松的旅行目的，给自己身心放一个假。

此外，报告显示，80后、90后父母和10后孩子是亲子游的主力群体，线上营销效果拔群，年轻的父母通过直播渠道预订亲子民宿受欢迎，在7月初小猪民宿联合飞猪、雪梨的直播活动中，千岛湖阅数千岛庄园民宿直播当日销量近200万，随着亲子群体决策偏向线上化，以及对内容营销平台的重视，内容社区查攻略，几乎成出行前的必备项目。

小猪民宿业务负责人表示，内容种草+直播拔草正在成为年轻亲子家庭群体旅行决策的重要方式，随着全国“二孩”出生数量的增加，以及“三胎”生育政策的开放，亲子游市场势必被赋予更多想象空间，亲子住宿产品将更加依靠优良的品质、体验和服务去吸引用户群体，对产品设计以及丰富度将提出更高的要求。（品橙旅游）

<http://www.pinchain.com/article/252160>

2.2 教育

中共中央办公厅 国务院办公厅印发《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》

近日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《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》，并发出通知，要求各地区各部门结合实际认真贯彻落实。

《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》全文如下。

为深入贯彻党的十九大和十九届五中全会精神，切实提升学校育人水平，持续规范校外培训（包括线上培训和线下培训），有效减轻义务教育阶段学生过重作业负担和校外培训负担（以下简称“双减”），现提出如下意见。

一、总体要求

1. 指导思想。坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的教育方针，落实立德树人根本任务，着眼建设高质量教育体系，强化学校教育主阵地作用，深化校外培训机构治理，坚决防止侵害群众利益行为，构建教育良好生态，有效缓解家长焦虑情绪，促进学生全面发展、健康成长。

2. 工作原则。坚持学生为本、回应关切，遵循教育规律，着眼学生身心健康成长，

保障学生休息权利，整体提升学校教育教学质量，积极回应社会关切与期盼，减轻家长负担；坚持依法治理、标本兼治，严格执行义务教育法、未成年人保护法等法律规定，加强源头治理、系统治理、综合治理；坚持政府主导、多方联动，强化政府统筹，落实部门职责，发挥学校主体作用，健全保障政策，明确家校社协同责任；坚持统筹推进、稳步实施，全面落实国家关于减轻学生过重学业负担有关规定，对重点难点问题先行试点，积极推广典型经验，确保“双减”工作平稳有序。

3. 工作目标。学校教育教学质量和服务水平进一步提升，作业布置更加科学合理，学校课后服务基本满足学生需要，学生学习更好回归校园，校外培训机构培训行为全面规范。学生过重作业负担和校外培训负担、家庭教育支出和家长相应精力负担1年内有效减轻、3年内成效显著，人民群众教育满意度明显提升。

具体包括：全面压减作业总量和时长，减轻学生过重作业负担；提升学校课后服务水平，满足学生多样化需求；坚持从严治理，全面规范校外培训行为；大力提升教育教学质量，确保学生在校内学足学好；强化配套治理，提升支撑保障能力；扎实做好试点探索，确保治理工作稳妥推进；精心组织实施，务求取得实效。（新华网）

http://www.xinhuanet.com/politics/2021-07/24/c_1127691094.htm

教育部：将心理健康教育纳入中小学校本课程

7月23日，教育部官网公布了《关于加强学生心理健康管理工作的通知》（以下简称《通知》），要求中小学将心理健康教育课纳入校本课程，同时高校应面向本专科生设置至少2个学分的心理健康公共必修课，并要求高校应按师生比不低于1:4000比例配备心理健康教育专职教师。

此外，在经费和场地支持方面，《通知》表示，高校要为心理健康教育与咨询配备必要的办公场地和设备。县级教育部门要为区域性中小学生心理辅导中心配备专门场地空间及软硬件设备，各地教育部门要进一步推动中小学建立健全心理辅导室。学校应在年度预算中统筹各类资金保障心理健康教育工作基础经费，确定生均标准，足额按时拨付，并视情建立增长机制。（芥末堆）

<https://www.jiemodui.com/N/126299.html>

教育新基建20条：建设“互联网+教育”大平台

近日，教育部联合中央网信办、国家发展改革委、工业和信息化部、财政部、中国人民银行发布了《关于推进教育新型基础设施建设构建高质量教育支撑体系的指导意见》（以下简称《意见》），要求建设“互联网+教育”大平台，建设教育专网，构建面向各级各类学校的开放平台。

《意见》中提出了20个小方向作为指导，涵盖校园信息网络建设、教育资源汇聚与共享服务、智慧校园建设等多个方面。其中包括实现校园无线网络全覆盖，建设开放教育应用接口体系，建立教育大资源服务机制，开发人工智能助教，推动全过程全要素学习评价等多项具体举措。

《意见》表示，到2025年，要基本形成结构优化、集约高效、安全可靠的教育新型基础设施体系。（芥末堆）

<https://www.jiemodui.com/N/126206.html>

3 过去一周上市公司重要公告

图表6: 过去一周上市公司重要公告

社服行业上市公司公告			
高管变更	7月20日	曲江文旅	曲江文旅发布公告称, 公司董事长杨进女士因工作关系, 申请辞去公司董事长、董事、董事会战略委员会主任委员职务, 辞呈自送达董事会之日起生效。杨进女士辞职后将不再担任公司任何职务。公司于2021年7月19日完成选举新任董事及董事长等相关工作。
高管变更	7月20日	金陵饭店	金陵饭店发布公告称, 公司董事、总经理金美成先生申请辞去公司总经理一职, 继续担任公司董事及控股子公司南京金陵酒店管理有限公司董事长、南京新金陵饭店有限公司董事长等职务。
经营活动	7月23日	峨眉山A	峨眉山A发布公告称, 控股股东峨乐旅集团股权结构情况变更为乐山市国资委持有90%的股权、四川省财政厅持有10%股权。
经营活动	7月24日	云南旅游	云南旅游发布公告称, 控股子公司云南世界恐龙谷旅游股份有限公司, 自2021年7月26日起终止在全国中小企业股份转让系统挂牌。
教育行业上市公司公告			
股票质押	7月20日	中公教育	持股5%以上股东王振东先生将其持有的本公司部分股份办理了股票补充质押业务。
业绩披露	7月21日	东方时尚	东方时尚2021年7月21日发布业绩预报称, 上年同期归属于上市公司股东的净利润为1,952万元。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为-5,946万元。

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

4 投资建议

上周(7月19日-7月23日)上证综指上涨0.31%、申万休闲服务指数下跌0.58%, 休闲服务指数跑输上证综指0.89pct, 上周休闲服务主要子板块除旅游外普跌: 餐饮-3.15%、酒店-5.36%、旅游综合0.88%、景点-4.64%, 教育服务-2.38%。“双减”文件出台, 从多个维度对义务教育阶段学科类培训进行了全面规范, 明令禁止学科类培训上市, 培训机构数量、培训时长、价格等均遭到限制, 搜题类APP使用遭禁, 部分城市重新审核登记现有学科培训机构, 监管力度空前, K12培训行业大受冲击, 或将向素质教育、职业教育赛道转型。休闲服务行业逐渐恢复, 且疫情使得行业重新洗牌, 但仍需关注国内疫情复发态势。短期来看, 受压抑的旅游需求转向国内市场, 景区、酒店业绩改善明显, 看好各细分板块布局国内旅游市场的龙头企业, 尤其看好酒店、景区、旅行社等弹性大的板块龙头。中长期来看, 我们看好具备优质成长性的免税、演艺主题公园板块龙头。

1、**旅游**: 建议关注: 1) 受益于旅游和商务出行活动逐步恢复的**酒店龙头**; 2) 受益于旅游活动逐步恢复的**景区龙头**; 3) 积极转变发展模式且与免税合作的**头部旅行社**; 4) 受益消费回流和免税新政的**免税板块**。2、**教育**: 教育部成立校外教育培

训监管司，K12校外培训监管升级，K12校外培训面临政策风险加大，可关注政策支持职教龙头。

5 风险提示

- 1. 自然灾害和安全事故风险。**游客流动性和异地性，造成旅游行业面临自然灾害和安全事故时应对更加复杂困难，游客接待量是影响旅游行业的主要因素，自然灾害、重大疫情、大型活动、安全事故等因素将会对旅游行业经营业绩产生负面影响。
- 2. 政策风险。**主要包括免税专营政策变化、签证政策变化风险。口岸进境免税店通过招标方式确定经营主体，进境免税业务的争夺进入了市场化阶段，免税行业面临国家免税专营政策逐步放开的风险、签证政策变化的风险，给免税企业预期经营收益带来不确定性。如果签证政策收紧，可能影响免税和出境游业务。
- 3. 投资并购整合风险。**行业近年来并购增加，尤其是龙头公司大都通过并购延伸产业链或扩大规模，随着并购数量的增加，投后并购整合难度增大，进入新的业务领域和团队面临团队融合的风险和企业经营的风险

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场