

中公教育 (002607)

证券研究报告

2022年05月08日

利空出尽经营企稳，关注疫后经营弹性和调结构提效率开启的新一轮成长

受疫情停课及考试延后等短期因素影响，22Q1 收入业绩短期承压。

22Q1 营收 12.13 亿同减 41%；归母净利-4.64 亿同减 430%。本期收入业绩下滑主要系 2022 年以来各地防控措施持续升级，尤其是进入历年招生高峰期 3 月以来，疫情形势远超过去两年，公司各地数百个直营分支机构先后出现阶段性停课。同时，省考、国考面试和事业单位考试等陆续延期，公司招生和授课均受到较大干扰。

合同负债环比增长 经营向好。截至 2022 年 3 月 31 日公司合同负债 40.35 亿元，较期初增长 32%。

内本季度在大力优化产品结构，降低高退班理享学等产品后，合同负债仍保持积极增长，一方面体现出旺盛市场需求及大学生就业难压力下，对公职类岗位招录需求持续释放；另一方面体现公司运营韧性，在弱化价格手段后，凭借教研师资渠道等多维竞争优势，持续巩固并提升市占率。

此外，鉴于本季收款质量大幅提升，有效剔除低质量学员，聚焦真实考培需求，我们预计后续收入业绩转化能力将快速提升，净利率持续增长，业绩有望加速恢复。

人员优化减轻成本支出，聚焦效率提升，毛利率净利率企稳改善

截至 2021 年底中公员工 3.6 万人同减 20%；其中教师 1.5 万同减 23%。伴随人员优化提效，近几个季度以来，中公购买商品、接受劳务支付现金以及支付给职工现金压力显著减少，22Q1 分别为 2.1 亿以及 12.3 亿，同比分别减少 46%、32%。

同时，22Q1 毛利率 38.3%，净利率-38.3%，表现企稳并边际改善。2021 年以来公司已加快推动收款质量提升及经营效率改善，持续优化冗余人员及网点，边际来看公司净利率毛利率均得到有效改善。

高质量巩固招录培训领导地位，积极开拓新业务发展

一方面巩固招录市场领导地位，以稳健发展为第一原则；保持有效研发投入，强化领先的职业教育创新平台优势；科技与业务深度融合，实现经营数字化转型；积极优化渠道，做强核心区域；

另一方面 2022 年公司将持续探索职业教育新业务板块，成立职教事业部，整合内部资源，协同政府、企业、高校三方，在人工智能、数字经济、融媒体、数字文创、智能制造、智能航空等培育方向上进行探索，盘活存量资源，寻找新增长点。

调整盈利预测，给予买入评级。当前公司业绩受疫情及政策的双重因素影响，但这并不改变公司一直以来对长期趋势看法。城镇化、公共服务均等化、在职人员的规模化自然更新、稳就业等因素依然是经济社会发展的大趋势，这也意味着招录市场的长尾趋势还将持续强化。在新行业环境下，公司将积极进行产品创新和优化，对新增就业需求进行更快的响应和更有力的承接，从追求高增长规模转向可持续健康发展。考虑公司业绩短期承压，我们下调盈利预测，预计公司 22-24 年 EPS 分别为 0.09 元、0.11 元、0.13 元（此前 22-23 年原值分别为 0.33、0.41 元），PE 分别为 53.7x、43.0x、34.5x。

风险提示：行业相关政策变化；培训需求不及预期；市场竞争加剧等风险。

投资评级

行业	社会服务/教育
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	4.65 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)	1,790.91
A 股总市值(百万元)	28,678.41
流通 A 股市值(百万元)	8,327.73
每股净资产(元)	13.73
资产负债率(%)	84.51
一年内最高/最低(元)	27.86/4.09

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

于特 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050003
yute@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中公教育-季报点评:多重偶发性因素叠加短期拖累业绩，产业回暖持续提升经营效率》 2021-11-02
- 《中公教育-半年报点评:职教白马深化管理响应市场波动，前瞻布局卓有成效提升产出潜力》 2021-08-31
- 《中公教育-公司点评:上半年人力投入较大短暂拖累利润，下半年降本增效带动业绩增长》 2021-07-15

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11,202.49	6,911.72	7,278.04	8,398.86	10,045.04
增长率(%)	22.08	(38.30)	5.30	15.40	19.60
EBITDA(百万元)	3,909.36	(1,339.08)	844.14	863.30	1,035.64
净利润(百万元)	2,304.36	(2,369.51)	533.74	666.36	830.55
增长率(%)	27.70	(202.83)	(122.53)	24.85	24.64
EPS(元/股)	0.37	(0.38)	0.09	0.11	0.13
市盈率(P/E)	12.45	(12.10)	53.73	43.04	34.53
市净率(P/B)	6.71	15.18	0.21	0.17	0.13
市销率(P/S)	2.56	4.15	0.07	0.06	0.05
EV/EBITDA	(1.01)	1.81	(6.05)	(10.97)	(7.60)

资料来源: wind, 天风证券研究所

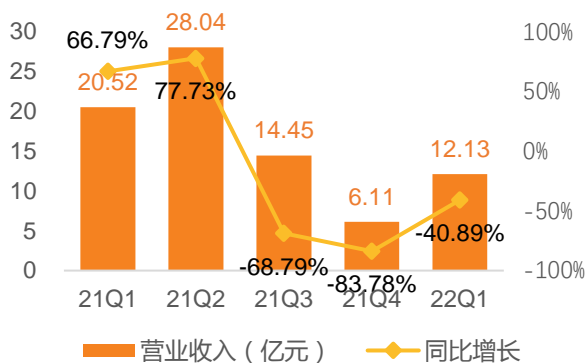
1. 受疫情停课及考试延后等短期因素影响，22Q1 收入业绩短期承压

22Q1 营收 12.13 亿元，同比减少 40.89%，主要系受疫情防控影响，22Q1 较 21 年同期面授班开班减少，以及省考联考推迟所致；归母净利-4.64 亿元，同比减少 429.59%。

具体来看，本期收入业绩下滑主要系 2022 年以来新冠疫情持续反复，各地防控措施持续升级，公司外部经营环境相比 2021 年面临着更加严峻的挑战。尤其是进入历年招生高峰期的三月以来，全国多地疫情爆发蔓延，疫情形势远超过去两年，不少城市采取了更加严格的防控措施，公司各地的数百个直营分支机构先后出现阶段性停课。

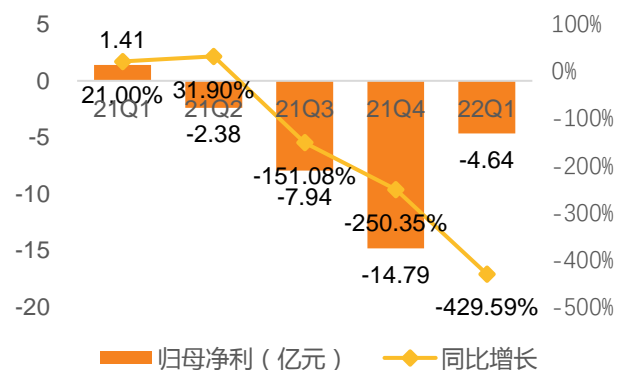
同时，省考上半年联考、国考面试和事业单位考试等陆续延期，公司招生和授课均受到较大干扰；经营环境的不确定性，客观上对培训业务开展造成冲击，对业绩造成一定影响。

图 1：21Q4、22Q1 收入分别为 6.11 亿、12.13 亿



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：21Q4、22Q1 归母净利分别为-14.79 亿、-4.64 亿



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 合同负债环比增长，经营向好

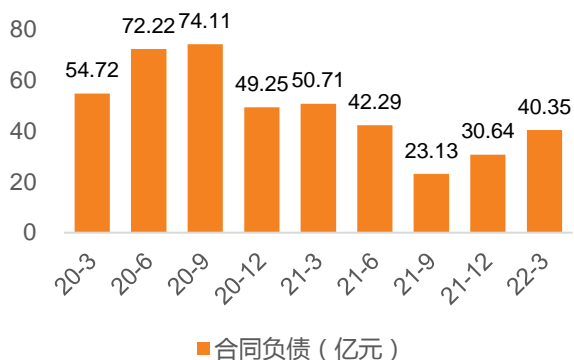
截至 2022 年 3 月 31 日公司合同负债 40.35 亿元，较期初增长 31.69%，主要系 2022 年一季度公务员、考研等考试季节性收款增长所致；交易性金融资产 1.18 亿，流动资产合计 15.29 亿；经营活动产生的现金流量净额 5.99 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 22.49 亿元。

本季度在大力优化产品结构，降低高退班理享学等成品后，反应预收账款的合同负债仍保持积极增长，一方面体现出旺盛市场需求及大学生就业难压力下，对公职类岗位招录需求的持续释放；另一方面体现公司运营韧性，在弱化价格手段后，凭借教研师资渠道等多维竞争优势，持续巩固并提升市占率。

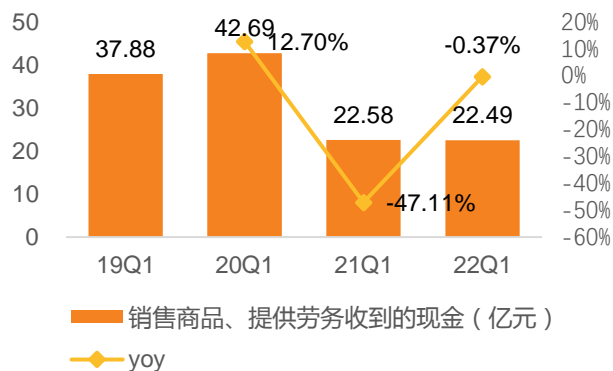
此外，鉴于本季收款质量大幅提升，有效剔除低质量学员，聚焦真实考培需求，我们预计后续收入业绩转化能力将快速提升，净利率持续增长，业绩有望加速恢复。

图 3：截至 2022 年 3 月 31 日公司合同负债 40.35 亿元

图 4：22Q1 销售商品提供劳务收到现金 22.49 亿元



资料来源: wind, 天风证券研究所



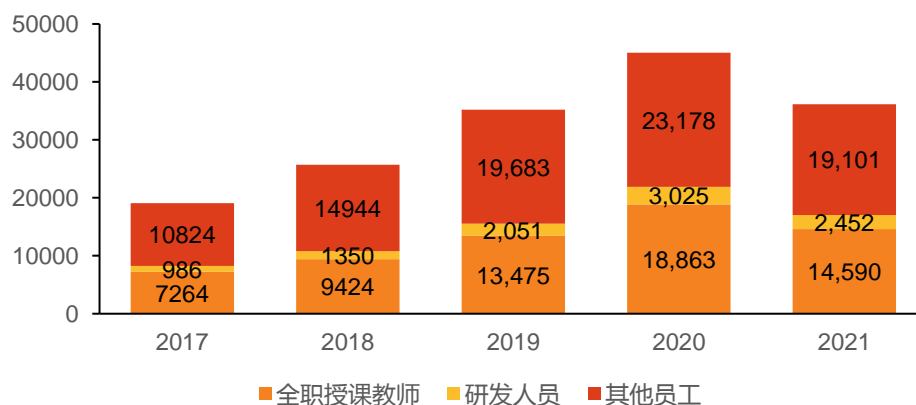
资料来源: wind, 天风证券研究所

3. 人员优化减轻成本支出，聚焦效率提升，毛利率净利率边际改善

截至 2021 年 12 月 31 日，中公员工数量 36143 人，同比减少 19.8%；其中研发人员 2452 人，同比减少 18.94%，占比 6.8%，研发投入占营业收入比例 13.04%，教师人数 14590 人，同比减少 22.65%。

伴随着品类的扩张和板块的跨越，公司专业研发不仅实现规模效应下分工持续细化，更不断产生品类间不断协同的研发集群效应，大大提升研发效率，尤其是提升存量研发资源对新品类新业务发展的嫁接效率。

图 5：2017-2021 中公教育员工分布情况 (人)

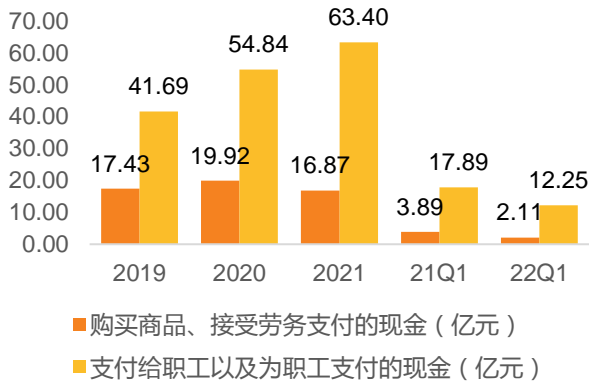


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

伴随人员优化提效，近几个季度以来，中公购买商品、接受劳务支付的现金以及支付给职工以及为职工支付的现金压力显著减少，22Q1 分别为 2.11 亿以及 12.25 亿，同比分别减少 46%、32%。

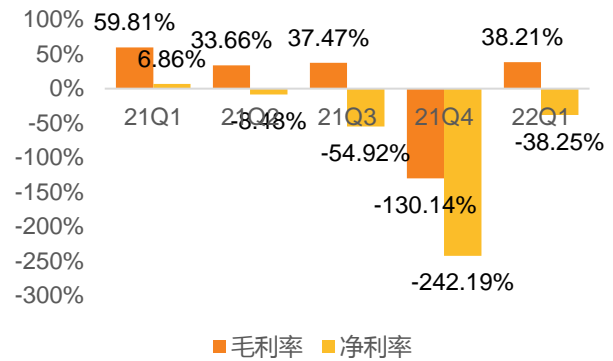
同时，毛利率、净利率压力边际显著得到缓解，22Q1 毛利率 38.21%，净利率-38.25%，表现企稳并边际改善。2021 年以来公司已加快推动收款质量提升及经营效率改善，持续优化冗余人员及网点，聚焦核心骨干力量提升经营质量，边际来看公司净利率毛利率均得到有效改善。

图 6：中公购买商品、接受劳务支付的现金以及支付给职工以及为职工支付的现金压力显著减少，22Q1 分别为 2.11 亿以及 12.25 亿



资料来源：wind，天风证券研究所

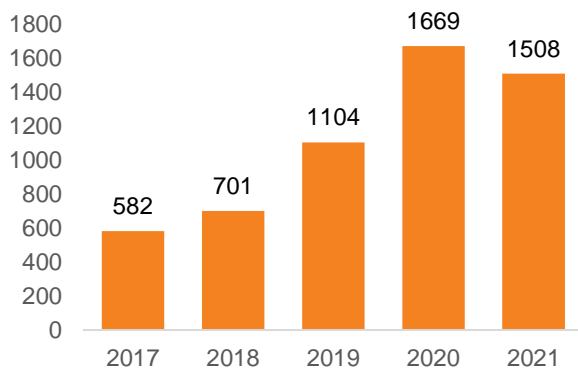
图 7：22Q1 毛利率 38.21%，净利率-38.25%



资料来源：wind，天风证券研究所

截至 2021 年底，中公在全国超过 1508 个直营网点展开经营，深度覆盖 300 多个地级市，并稳步向数千个县城和高校扩张。垂直一体化架构既能实现经营的超高效率，更能有效兼容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中心工作。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。

图 8：2017-2021 中公教育直营网点数 (个)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：职业教育机构在全国广泛分布，竞争壁垒提高



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 高质量巩固招录培训领导地位，积极开拓新业务发展

● 巩固招录市场领导地位，以稳健发展为第一原则

当前，受疫情及政策的双重因素影响，行业正面临着重大挑战，但这并不改变公司一直以来对长期趋势的看法。城镇化、公共服务均等化、在职人员的规模化自然更新、稳就业等因素依然是经济社会发展的大趋势，这也意味着招录市场的长尾趋势还将持续强化。在新的行业环境下，公司将积极进行产品创新和优化，对新增就业需求进行更快的响应和更有力的承接，从追求高增长规模转向可持续健康发展，平衡业务发展和效益回报，巩固公司在招录市场的领导地位。

● 保持有效研发投入，强化领先的职业教育创新平台优势

公司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。

● 科技与业务深度融合，实现经营数字化转型

长年 IT 自主开发累积是公司的宝贵财富，使得公司可以从容应对科技发展带来的新机遇和新挑战。公司将不断加大对科技基础设施和技术团队的投入，并通过技术中台和敏捷开发提升技术的响应能力，扩大开发产出。在此基础上，公司也会持续扩大经营数字化转型的纵深度，将科技的生产力全面融入经营系统，带动业务创新，提升经营和教学智能化水平，支撑更广范围、更大规模之上的垂直一体化快速响应能力。

● 积极优化渠道，做强核心区域

经过多年的拓展经营，公司已建立了 1500 多个直营网点和学习中心，渠道网络已覆盖全国 300 多个地市。接下来，公司将根据经营发展战略，深度分析全国市场需求，对公司渠道网络进行合理优化，在保障经营网络主体稳定的前提下，集中优势资源做强核心区域。

● 新业务板块稳步发展，前期投入回报显现。

一直以来，公司持续对活跃的新业务注入密集的资源，尤其是在学历提升、医疗、IT 等重点门类上进行前瞻性战略投入，随着资源的持续投入和前期储备人才的成长成熟，公司新业务所在的综合序列板块占营收比重也在逐步提升。2021 年综合序列实现营收 16.70 亿元，营收占比从 20 年同期的 15.90% 增长至 24.16%。

2022 年公司将持续探索职业教育新业务板块，成立职教事业部，整合内部资源，协同政府、企业、高校三方，在人工智能、数字经济、融媒体、数字文创、智能制造、智能航空等培育方向上进行探索，盘活存量资源，寻找新增长点。同时，公司推出中公优职泛职业提升平台，以“互联网+”、“智能+”培训新形态，提供兼职副业、职业能力进阶及证书类课程等培训服务，满足新技术、新产业、新业态、新模式下高素质职业技能人才培养需求，提升大学生及青年人才就业创业能力、普通劳动者转岗就业能力、通用职业素质和数字技能普及，深入实施职业技能提升行动，及时抓住国家支持灵活就业和技能培训需求猛增的重大机会。

5. 盈利预测与估值

调整盈利预测，给予买入评级。当前公司业绩受疫情及政策的双重因素影响，但这并不改变公司一直以来对长期趋势看法。城镇化、公共服务均等化、在职人员的规模化自然更新、稳就业等因素依然是经济社会发展的大趋势，这也意味着招录市场的长尾趋势还将持续强化。在新行业环境下，公司将积极进行产品创新和优化，对新增就业需求进行更快的响应和更有力的承接，从追求高增长规模转向可持续健康发展。考虑公司业绩短期承压，我们下调盈利预测，预计公司 22-24 年 EPS 分别为 0.09 元、0.11 元、0.13 元（此前 22-23 年原值分别为 0.33、0.41 元），PE 分别为 53.7x、43.0x、34.5x。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	5,950.40	1,970.36	582.24	5,056.52	3,693.15
应收票据及应收账款	21.49	40.37	14.74	27.71	32.75
预付账款	2.20	1.44	2.28	1.17	2.76
存货	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00
其他	3,448.58	603.19	1,967.47	2,102.90	1,623.31
流动资产合计	9,422.67	2,615.36	2,566.74	7,188.30	5,351.98
长期股权投资	0.00	46.85	46.85	46.85	46.85
固定资产	1,612.79	1,770.37	1,779.17	1,757.34	1,704.14
在建工程	214.25	294.79	212.87	175.72	135.43
无形资产	426.35	866.63	838.71	810.80	782.89
其他	2,742.79	4,711.19	3,627.30	3,562.89	3,843.62
非流动资产合计	4,996.18	7,689.82	6,504.90	6,353.61	6,512.94
资产总计	14,418.85	10,305.18	9,071.64	13,541.91	11,864.91
短期借款	3,976.02	3,152.95	34.17	0.00	0.00
应付票据及应付账款	211.82	282.03	114.25	267.01	189.79
其他	925.80	1,188.30	6,319.27	9,999.93	7,580.11
流动负债合计	5,113.65	4,623.28	6,467.69	10,266.94	7,769.90
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	104.68	729.40	313.67	382.58	475.22
非流动负债合计	104.68	729.40	313.67	382.58	475.22
负债合计	10,143.75	8,416.40	6,781.36	10,649.53	8,245.12
少数股东权益	(0.03)	(0.04)	(0.04)	(0.04)	(0.04)
股本	103.81	103.81	103.81	103.81	103.81
资本公积	1,225.48	1,225.48	1,225.48	1,225.48	1,225.48
留存收益	2,915.84	546.33	934.14	1,539.77	2,269.39
其他	30.00	13.20	26.90	23.37	21.16
股东权益合计	4,275.10	1,888.78	2,290.29	2,892.38	3,619.79
负债和股东权益总计	14,418.85	10,305.18	9,071.64	13,541.91	11,864.91

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2,304.33	(2,369.51)	533.74	666.36	830.55
折旧摊销	163.52	207.92	161.03	166.89	171.40
财务费用	172.45	274.73	104.06	(40.14)	(64.33)
投资损失	(256.54)	(79.27)	(203.35)	(204.35)	(205.41)
营运资金变动	3,770.23	(3,936.12)	2,926.05	3,738.92	(2,724.46)
其它	(1,271.51)	1,804.29	681.38	(242.10)	(65.73)
经营活动现金流	4,882.47	(4,097.96)	4,202.91	4,085.58	(2,057.98)
资本支出	833.19	241.75	475.73	11.09	(42.64)
长期投资	0.00	46.85	0.00	0.00	0.00
其他	(1,941.83)	1,451.94	(2,357.11)	376.80	697.26
投资活动现金流	(1,108.64)	1,740.54	(1,881.38)	387.89	654.62
债权融资	678.47	(782.81)	(3,577.42)	65.07	143.13
股权融资	19.40	(16.80)	(132.23)	(64.26)	(103.14)
其他	(1,246.00)	(823.20)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(548.13)	(1,622.81)	(3,709.65)	0.81	39.99
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3,225.70	(3,980.23)	(1,388.12)	4,474.27	(1,363.36)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	11,202.49	6,911.72	7,278.04	8,398.86	10,045.04
营业成本	4,567.33	4,993.72	4,002.92	3,863.48	4,620.72
营业税金及附加	12.74	35.36	14.56	41.99	50.23
销售费用	1,811.79	2,105.10	1,569.90	1,541.94	1,937.38
管理费用	1,279.87	1,315.64	1,310.05	1,511.80	1,858.33
研发费用	1,050.70	901.47	582.24	705.50	853.83
财务费用	430.55	491.61	104.06	(40.14)	(64.33)
资产/信用减值损失	(1.17)	(8.53)	(3.35)	(4.35)	(5.41)
公允价值变动收益	20.98	(21.49)	681.38	(242.10)	(65.73)
投资净收益	256.54	79.27	203.35	204.35	205.41
其他	(888.59)	(194.42)	0.00	0.00	0.00
营业利润	2,661.75	(2,786.00)	575.70	732.20	923.16
营业外收入	0.07	18.14	38.99	40.00	39.01
营业外支出	0.67	1.30	1.20	6.27	2.00
利润总额	2,661.14	(2,769.17)	613.49	765.93	960.17
所得税	356.81	(399.65)	79.75	99.57	129.62
净利润	2,304.33	(2,369.51)	533.74	666.36	830.55
少数股东损益	(0.03)	(0.01)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
归属于母公司净利润	2,304.36	(2,369.51)	533.74	666.36	830.55
每股收益(元)	0.37	(0.38)	0.09	0.11	0.13

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	22.08%	-38.30%	5.30%	15.40%	19.60%
营业利润	27.32%	-204.67%	-120.66%	27.18%	26.08%
归属于母公司净利润	27.70%	-202.83%	-122.53%	24.85%	24.64%
获利能力					
毛利率	59.23%	27.75%	45.00%	54.00%	54.00%
净利率	20.57%	-34.28%	7.33%	7.93%	8.27%
ROE	53.90%	-125.45%	23.30%	23.04%	22.94%
ROIC	-159.27%	59.29%	-43.65%	-18.26%	-10.52%
偿债能力					
资产负债率	70.35%	81.67%	74.75%	78.64%	69.49%
净负债率	-46.18%	90.77%	-16.19%	-166.65%	-93.32%
流动比率	0.94	0.34	0.40	0.70	0.69
速动比率	0.94	0.34	0.40	0.70	0.69
营运能力					
应收账款周转率	925.24	223.43	264.11	395.70	332.30
存货周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	0.92	0.56	0.75	0.74	0.79
每股指标(元)					
每股收益	0.37	-0.38	0.09	0.11	0.13
每股经营现金流	0.79	-0.66	0.68	0.66	-0.33
每股净资产	0.69	0.31	22.06	27.86	34.87
估值比率					
市盈率	12.45	-12.10	53.73	43.04	34.53
市净率	6.71	15.18	0.21	0.17	0.13
EV/EBITDA	-1.01	1.81	-6.05	-10.97	-7.60
EV/EBIT	-1.03	1.64	-7.47	-13.60	-9.11

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com