

教培行业海外跟踪系列 2

季报收入增长强劲，盈利能力边际改善

超配

核心观点

教培行业概览：教培海外上市龙头最新财报经营数据延续优异表现，我们分析双减政策带来的行业竞争格局改善的红利仍在显现，新东方收入与利润数据表现全面超出管理层指引、且对下一财报表现展望积极，好未来盈利能力也在边际改善中。此外，伴随收入规模扩张，经营杠杆带动下利润率持续改善，新东方、好未来盈利能力持续改善，我们分析教培赛道目前正处于收入放量增长、利润率边际改善的上行通道中，具体分析如下：

新东方：经营数据全面超预期，寒假展望积极。FY2024Q2(2023/9/1-11/30)，公司实现净营收 8.70 亿美元/+36.3%，大幅超出管理层收入指引（同比+23~26%），教育业务百花齐放，出国考试/出国咨询/新教育业务/国内备考业务分别同比增长+47%/+32%/+68%（非学科辅导人数 78.6 万/+65%）/+43%；期内实现 Non-GAAP 经营利润 0.51 亿美元/+212.2%，Non-GAAP 经营利润率 5.9%/+3.3pct；实现 Non-GAAP 归母净利润 0.50 亿美元/+182.6%；Non-GAAP 归母净利率 5.8%/+3.7pct，**受益于产能利用率提升以及教育新业务的成熟，利润率持续改善。**期末学校及学习中心为 843 间，环比增 50 家，全年预计新增学习中心产能 20%。递延收入 16.45 亿美元/+44.4%。**管理层预计 FY2024Q3 净营收 12.3~12.6 亿美元/+42~45%，寒假经营展望积极。**

好未来：收入增长超预期，经营亏损缩窄。FY2024Q3（2023/9/1-11/30），公司净营收 3.74 亿美元/+60.5%；Non-GAAP 经营亏损 1018 万美元，去年同期亏 454 万美元；Non-GAAP 归母净利润亏损 195 万美元，同比+91.63%，亏损幅度收窄。期内公司学习业务（素养班、高中学科培训等）及内容解决方案均实现同比增长，其中学习业务收入主要贡献主要来源于素养课程，线下培优课与产能保持同步增长；内容解决方案收入主要来源于 XPad，12 月公司已推出旗舰产品 XPad Pro/Pro Max(Math GPT 嵌入)。**期末递延收入余额为 5.08 亿美元，同比+87.5%。**

风险提示：教育新业务发展不及预期、行业监管政策收紧、赛道竞争加剧、核心人员流失；股东减持、支付意愿/能力下行等

投资建议：2021 年以来双减政策收紧带来了行业供给侧的大幅出清，2023 年以来伴防控政策转向业务交付回归正常，传统业务需求强势回暖、教育新业务认可度提升，教培公司经营端均显现出强劲复苏态势。前期市场担忧教培行业竞争格局的稳定性，但教培龙头最新一期财报数据再次印证了“需求旺盛-优质供给短缺”的行业竞争格局现状，结合行业政策导向我们分析教培龙头仍将持续受益于此趋势，基于上述判断，我们继续坚定推荐学大教育（A 股最为纯正教培标的），同时建议关注新东方-S、好未来以及高途集团。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元/美元)	总市值 (亿元/亿美元)	EPS		PE	
					2023E	2024E	2023E	20124E
000002	学大教育	增持	44.44	55	1.48	1.84	30.0	24.2
600000	新东方	买入	75.68	125	2.30	3.20	35.44	25.09
000069	好未来	无评级	10.98	70	-2.80	0.40	-	919.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测，注：新东方、好未来为 wind 一致预期；好未来、新东方估计为 ADR 股价，EPS 为每 ADR 价值；好未来、新东方为 FY2024/FY2025 财年数据。

行业研究 · 行业专题

社会服务 · 教育

超配 · 维持评级

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：钟潇

0755-82132098

zhongxia@guosen.com.cn

S0980513100003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《教培行业海外跟踪系列 1-政策态度逐渐明朗，龙头转型成效初显》——2023-11-17

《教育行业政策点评-产教融合实施方案落地，学历职教领域核心受益》——2023-06-15

《教育行业跟踪深度报告-教育板块历轮行情复盘与投资启示》——2023-05-18

《职业教育行业专题-职教赛道政策暖风频吹，板块情绪预期触底回暖》——2022-12-26

《高教行业跟踪点评-基本面延续稳健表现，估值回暖行情如期而至》——2022-11-21

内容目录

新东方：FY24Q2 经营超预期，寒假展望积极	4
经营数据：收入增速超指引，经营杠杆效果持续显现	4
分业务：教育新业务维持高速增长；出国及大学生培训服务持续复苏；研学、文旅业务有序开拓；	6
未来指引：预计 FY2024Q3 营收增速为 42-45%，维持回购计划	7
好未来：Q3 营收超预期，经营亏损小幅缩窄	8
经营数据：营收表现超市场预期，业务组合调整毛利承压	8
分业务：学习业务稳步扩张，智能设备发展亮眼	9
未来指引及其他：维持原回购计划，本季度未进行新回购	10
投资建议	11
风险提示	12

图表目录

图 1: 2014-2024Q2 净营收数据及同比增速 (单位: 百万美元, %)	4
图 2: 2020-2024Q2 经调整前后经营利润 (单位: 百万美元)	4
图 3: 2020-2024Q2 经调整前后归母净利 (单位: 百万美元)	4
图 4: 2014Q2-2024Q2 公司各项成本费用占比 (单位: %)	5
图 5: 2020-2024Q2 季末现金流变化	5
图 6: 2020-2024Q2 季末递延收入及变化情况	5
图 7: 公司学校及学习中心数量与变化情况 (单位: 间, %)	6
图 8: 公司非学科辅导业务单季度报名学生人数 (单位: 万人)	6
图 9: 2024Q2 公司业务拆分	7
图 10: 公司 2018-2024 第三季度净营收数据及同比增速 (单位: 百万美元, %)	8
图 11: 2018-2024Q3 调整前后经营利润 (单位: 百万美元)	8
图 12: 2018-2024Q3 调整前后归母净利润 (单位: 百万美元)	8
图 13: 公司 2018-2024 第三季度毛利率、销售费用率及管理费用率 (单位: %)	9
图 14: 22Q2 以来各季度末现金及同比 (单位: 百万美元, %)	9
图 15: 2020-24Q3 合同负债及变化情况	9
图 16: 12 月 19 日, 学而思正式发布学习机新品 xPad2 Pro 系列	10
表 1: 新东方 24Q2 收入业绩及 24Q3 未来指引	7
表 2: 好未来 2024Q3 收入业绩	10

新东方：FY24Q2 经营超预期，寒假展望积极

经营数据：收入增速超指引，经营杠杆效果持续显现

业务百花齐放，季度收入增长表现继续超出管理层预期。FY2024Q2（2023.09.01-11.30），新东方实现净营收 8.70 亿美元，同比+36.3%，高于上个财务季度的收入指引（7.85~8.04 亿美元，同比+23~26%）。受益于“需求旺盛-优质供给短缺”现状，教育业务收入均实现较高双位数增长，出国考试/出国咨询/新教育业务/国内备考业务分别同比增长+46.5%/+31.7%/+68.3%/+42.7%。

图1：2014-2024Q2 净营收数据及同比增速（单位：百万美元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

经营杠杆优化，利润率持续改善。公司实现经营利润 0.21 亿美元，同比+957.8%；经营利润率 2.5%/+2.9pct；实现 Non-GAAP 经营利润 0.51 亿美元，同比+212.2%；Non-GAAP 经营利润率 5.9%/+3.3pct；实现归母净利润 0.30 亿美元，同比+4007.4%；归母净利率 3.5%/+3.4pct；实现 Non-GAAP 归母净利润 0.50 亿美元，同比+182.6%；Non-GAAP 归母净利率 5.8%/+3.7pct。纵使公司短期受到东方甄选利润率下滑影响，但整体利润率持续改善，主要系 1) 教师及场地利用率提升（学习中心利用率提升）；2) 教育新业务（营业利润率超 19~20%）利润率增长超过预期。

图2：2020-2024Q2 经调整前后经营利润（单位：百万美元）



图3：2020-2024Q2 经调整前后归母净利润（单位：百万美元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

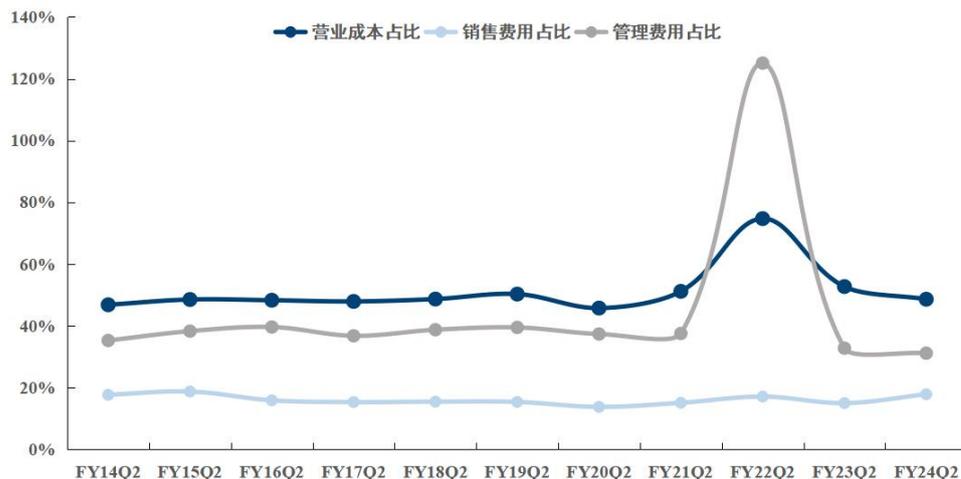
注：FY22Q2 调整前后经营亏损 768.1/737.1 百万美元

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：FY22Q2 调整前后归母净利润 936.01/901.6 百万美元

报告期内经营成本及开支为 8.48 亿美元，同比+32.4%；Non-GAAP 经营成本及开支为 8.19 亿美元，同比+31.6%。其中：1) 营业成本 4.23 亿美元，营收占比 48.6%/-4.1pct，毛利进一步改善；2) 销售费用 1.55 亿美元，占比 17.8%/同比+2.9pct；3) 管理费用 2.71 亿美元，占比 31.1%，同比-1.6pct。

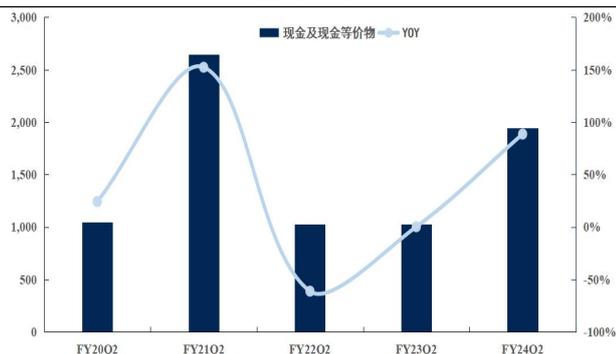
图4：2014Q2-2024Q2 公司各项成本费用占比（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

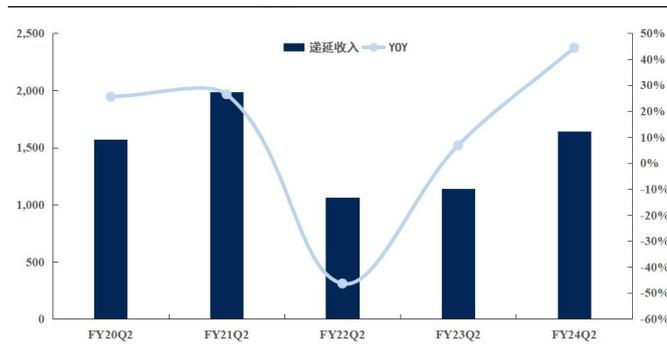
账上现金、预收学费高增表征需求的高景气度。截止 2023 年 11 月 30 日，新东方现金及现金等价物为 19.43 亿美元，同比+88.6%，恢复至双减前最高水平的 73%，为历史第二高水平；FY2024Q2 季度递延收入为 16.45 亿美元，同比+44.4%，恢复至双减前最高水平的 83%。

图5：2020-2024Q2 季末现金流变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

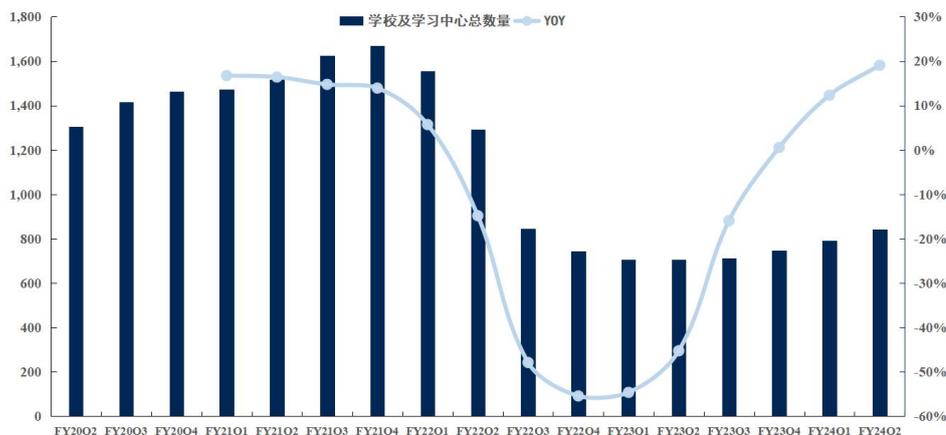
图6：2020-2024Q2 季末递延收入及变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

网点扩张继续加速。截至报告期末，新东方学校及学习中心总数为 843 间，同比+19.1%，环比上一季度增加了 50 间/+6.3%，恢复至双减前 FY21Q4 的 50.5%。未来将在业绩较好的城市继续适度扩容、新开校区，而部分已有的校区也将在 24H2 获得扩建，全年新增学习中心产能预期上调至 20% (Q1 预测为 15-20%)，管理层提及不排除未来几个季度再度上调预期。

图7：公司学校及学习中心数量与变化情况（单位：间，%）

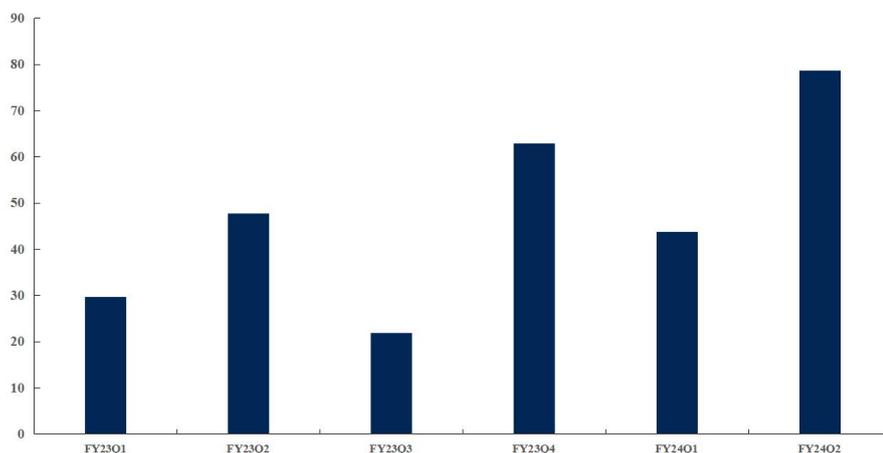


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

分业务：教育新业务维持高速增长；出国及大学生培训服务持续复苏；研学、文旅业务有序开拓；

1、教育新业务（素养培训班/智能学习系统/托管业务/智慧教育业务/比邻东方），营收同增 68.3%。其中非学科类辅导业务在近 60 个城市开展，本季度报名人数约 786000 人，同比+64.8%；业务集中在高线城市开展，前十大城市收入占比超过 60%；智能学习系统及设备在 60 多个城市采用，本季度活跃付费人数约 181000，同比+67.6%，前十大城市收入占比约 55%。

图8：公司非学科辅导业务单季度报名学生人数（单位：万人）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2、出国及大学生培训业务持续复苏，且未来展望积极。供给端看，疫情和双减政策之后，市场机构出清程度高、竞争减弱；需求端出国留学备考、咨询、考研业务需求强劲。其中出国留学业务合计实现收入约 1.83 亿美元，考研业务实现收入约 0.26 亿美元；报告期内，公司为 OMO 系统 (Online-Merge-Offline) 投入 0.29 亿美元，通过改进平台有望进一步提高传统教育业务竞争力。**Q2 为传统淡季，管理层预计 Q3/Q4 传统教育业务收入以及利润率存在持续改善空间。**

3、研学业务已带来收入贡献，文旅业务仍在规划试点。疫后文旅、研学需求恢复，业务有序拓展。研学业务报告期内已带来收入贡献，研学营已覆盖国内 50 多座城市，前十大城市收入占比超过 55%；文旅业务仍处于规划阶段，Q2 试点多份产品，有望进一步扩大覆盖年龄段。公司成立新东方文旅集团，并任命董宇辉担任文旅集团副总裁，进一步整合研学、文旅业务。未来有望发挥新东方知识型员工及线上、线下渠道优势，成为新的增长亮点。

图9：2024Q2 公司业务拆分



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：部分数据为国信社服估算

未来指引：预计 FY2024Q3 营收增速为 42-45%，维持回购计划

新东方预计 FY2024Q3 (23/12/1-24/2/29) 净营收总额为 12.3~12.6 亿美元之间，同比增长 42%~45%。增速指引环比 FY2024Q2 本报告期 (23%~26%) 有所上调。主要原因是行业供需错配带来的高景气度。此前拟回购不超过 4 亿美元，截至 2024 年 1 月 23 日已回购 1.94 亿美元，季度内新回购 90 万美元。

表1：新东方 24Q2 收入业绩及 24Q3 未来指引

单位：百万美元	FY2022Q2	FY2023Q2	FY2024Q2	预期 FY2024Q3
净营收	658.0	638.0	869.6	1234.8~1260.9
YOY	-25.82%	-3.04%	36.30%	42%~45%
经营利润	-768.1	-2.5	21.3	
YOY	2300.31%	-99.68%	957.80%	
Non-GAAP 经营利润	-737.1	16.3	50.9	
YOY	-5292.98%	102.21%	212.22%	
归母净利润	-936.0	0.7	30.1	
YOY	-1833.33%	-100.08%	4007.38%	
Non-GAAP 归母净利润	-901.6	17.8	50.2	
YOY	-1404.06%	101.97%	182.58%	
营业成本	491.5	336.2	422.6	
营业成本占比	74.70%	52.70%	48.60%	
销售费用	112.4	95.5	155.0	
销售费用占比	17.07%	14.97%	17.82%	
管理费用	822.8	209.0	270.7	
管理费用占比	125.05%	32.76%	31.13%	
现金及现金等价物	1026.9	1029.9	1942.6	
YOY/%	-61.15%	0.29%	88.62%	
递延收入	1065.8	1139.1	1645.0	
YOY	-46.36%	6.87%	44.41%	
学校及学习中心总数量	1293	708	843	
YOY	-14.82%	-45.24%	19.07%	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

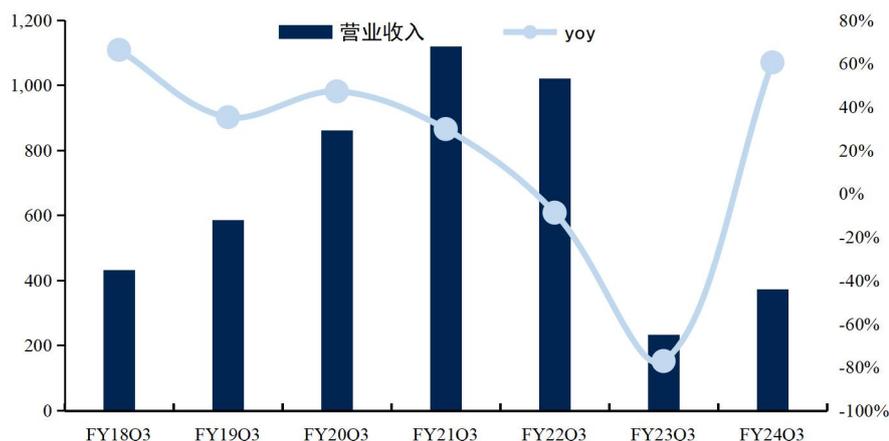
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

好未来：Q3 营收超预期，经营亏损小幅缩窄

经营数据：营收表现超市场预期，业务组合调整毛利承压

本季度营收表现超市场预期。FY2024Q3（2023.09.01-11.30），好未来实现净营收 3.74 亿美元，同比+60.5%，营收和增速均超彭博一致预期（预期 2024Q2 实现收入 3.30 亿美元/+41.6%），收入超预期增长主要系线下培优及学习机、图书超预期。

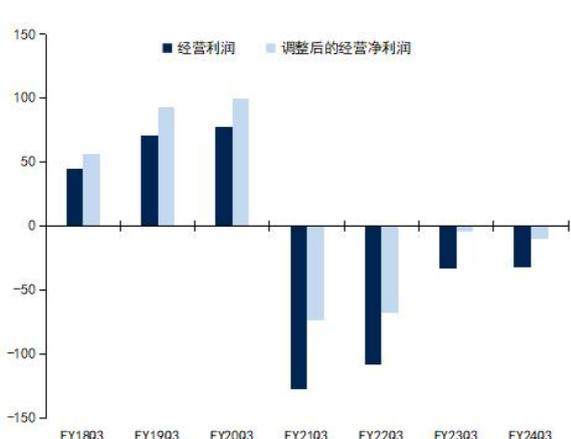
图10：公司 2018-2024 第三季度净营收数据及同比增速（单位：百万美元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

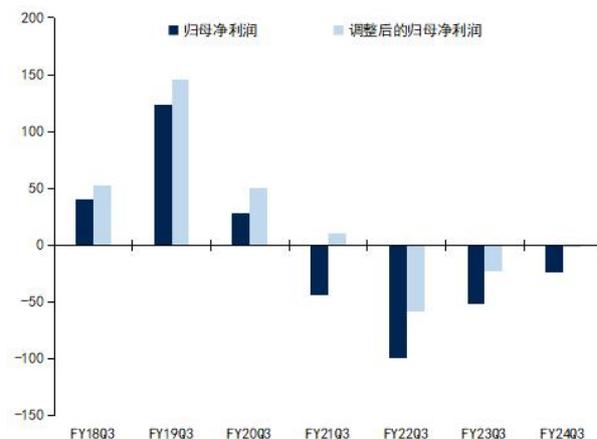
经调整净利润亏损幅度缩窄。FY2024Q3，公司经营亏损 3219 万美元，同比减亏增 +2.10%，亏损幅度收窄；Non-GAAP 经营亏损 1018 万美元，同比-124.32%；归母净利润-2395 万美元，同比+53.57%；Non-GAAP 归母净利润-195 万美元，同比+91.63%。

图11：2018-2024Q3 调整前后经营利润（单位：百万美元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：2018-2024Q3 调整前后归母净利润（单位：百万美元）

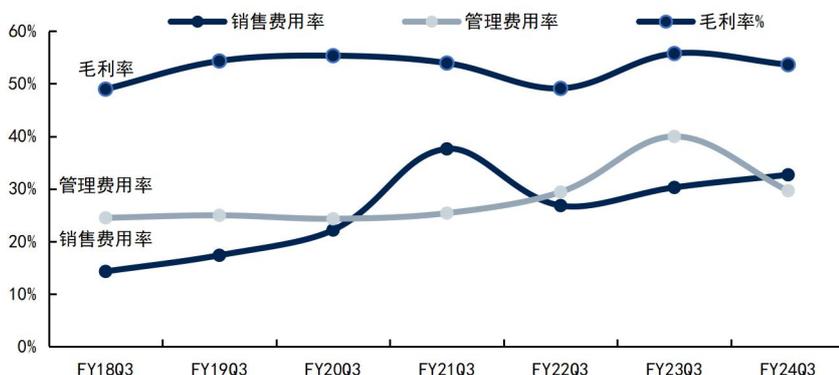


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

管理行政费用优化明显，业务组合调整毛利承压。报告期内毛利率为 53.6%，同

比-2.1pct，线下培训业务淡季，低毛利图书、学习机业务比重上升，毛利结构性走低。公司销售市场费用 1.22 亿美元，营收占比 32.7%/+2.4pct，费用增加系开学季、“双 11”购物节销售费用投放所致；管理费用 1.11 亿美元，营收占比 29.6%/-10.3pct，管理控费成效明显。

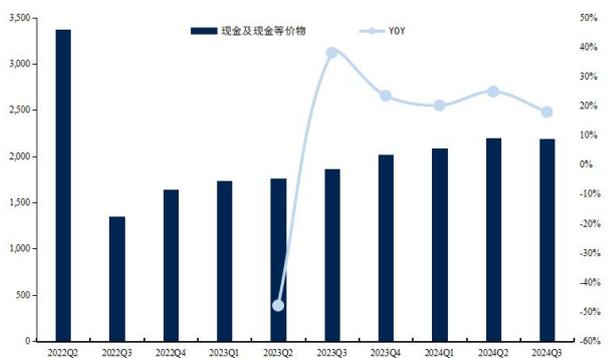
图13: 公司 2018-2024 第三季度毛利率、销售费用率及管理费用率（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

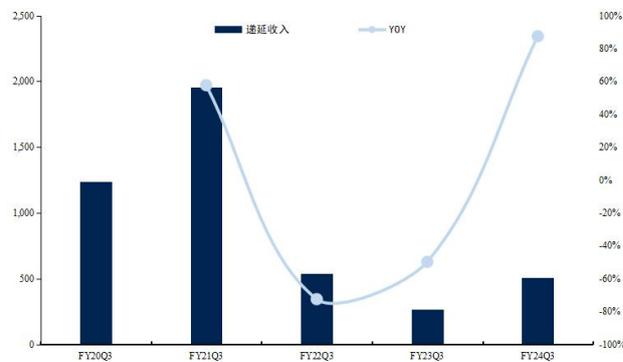
在手现金流充裕，需求复苏驱动预收学费重回高增。截止 2023 年 11 月 30 日，好未来现金及现金等价物为 21.93 亿美元，同比+17.9%/环比-0.1%，恢复至双减前同期最高水平的 52%；递延收入余额为 5.08 亿美元，同比+87.5%/环比+56.0%，恢复至双减前同期最高水平的 26%。

图14: 22Q2 以来各季度末现金及同比（单位：百万美元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图15: 2020-24Q3 合同负债及变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

分业务：学习业务稳步扩张，智能设备发展亮眼

1、学习服务：24Q3 公司学习服务在多款产品开发的推动下，继续实现收入同比增长，主要贡献来源于**素养课程**。**培优小班业务**受益于学习中心的同步扩张，入学人数实现同比增长；后续将采用动态方法对学习中心扩张计划进行管理，综合评估区域市场需求、客户对产品接受程度、运营能力及效率。**线上素养课程**继续保持良好的成本控制，近年根据用户偏好信息，持续创新产品矩阵及服务交付模式，未来进一步融合 AI 技术有望提供更独特、更具互动性的数字学习体验。

2、内容解决方案（销售、印刷、学习和数字内容）：受益于产品质量及渠道能力

的优化，内容解决方案本季度继续保持同比增长。收入贡献主要来源于 XPad。季度内 XPad 主要销售渠道为在线直播和电商平台，后续将继续拓展；产品开发迭代有序进行，持续投入软硬件、人工智能算法、教学内容等。2023 年 12 月公司已推出旗舰产品 XPad Pro/Pro Max，实现 Math GPT 嵌入，融入指尖翻译、AI 对话等智能功能。除 XPad 外，公司持续探索新产品形式，以满足多样化需求。公司启蒙教育产品摩比思维机在 CES 2024（国际消费电子产品展览会）上获得了最新的 TWICE pick 奖，研发成果获认证。

图16: 12月19日，学而思正式发布学习机新品 xPad2 Pro 系列



资料来源：砍柴网，国信证券经济研究所整理

3、教育科技业务：Math GPT 已内嵌至 12 月推出的 XPad2 Pro 中，为用户带来更加流畅和个性化的学习体验。未来公司将沿提高公司员工工作效率、嵌入智能教学设备、ai 教学探索三个方向持续投入 AI 技术研发。

未来指引及其他：维持原回购计划，本季度未进行新回购

此前拟在 2024 年 4 月 30 日之前回购约 7.37 亿美元的普通股。截至 2023 年 11 月 30 日，本季度公司未进行新的回购，此前已根据股票回购计划回购了 1340 万股普通股，总对价约为 2.34 亿美元。

表2: 好未来 2024Q3 收入业绩

单位: 百万美元	2022Q3	2023Q3	2024Q3
净营收	1020.93	232.68	373.51
YOY	-8.77%	-77.21%	60.52%
经营利润/(亏损)	-108.43	-32.88	-32.19
YOY	14.88%	69.68%	2.10%
好未来股东应占净利润/(亏损)	-99.37	-51.58	-23.95
YOY	-127.87%	48.09%	53.57%
Non-GAAP 经营利润	-67.61	-4.54	-10.18
YOY	7.82%	93.29%	-124.32%
Non-GAAP 归母净利润	-58.55	-23.24	-1.95
YOY	-661.52%	60.31%	91.63%
营业成本	519.5	103.0	173.2
营业成本占比	50.88%	44.25%	46.37%
销售费用	273.63	70.40	122.00
销售费用占比	26.80%	30.26%	32.66%
管理费用	299.96	92.97	110.70

管理费用占比	29.38%	39.96%	29.64%
现金及现金等价物	1347.93	1860.88	2193.39
YOY/%	-68.16%	38.05%	17.87%
递延收入	539.00	270.80	507.66
YOY	-72.46%	-49.76%	87.47%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：BLOOMBERG，国信证券经济研究所整理

投资建议

教培行业监管态度基本清晰，伴随教培机构新业务的成熟以及传统业务需求回暖，教培公司在今年均显现出强劲复苏态势。且受益于双减政策收紧带来的供给侧大幅出清，我们分析教培行业在“需求旺盛-优质供给短缺”的现状下，龙头教培机构均有望受益，继续推荐学大教育（A股最为纯正教培标的）、建议关注新东方-S、好未来以及高途集团。

风险提示

政策风险

教育行业一定程度上受到国家教育政策的影响，义务教育阶段学科培训已受监管限制，未来如果 K12 学科教育等方面的政策持续收紧，教培行业相关公司可能会出现收入/利润不及预期的风险。

招生风险

消费者需求减弱或者行业竞争加剧导致招生人数不达预期。

企业核心竞争力减弱

双减之后教培企业纷纷转型布局，寻找新的增长曲线，在智能学习设备、素质教育、电商等方面竞争激烈。教培行业的核心竞争力在于教研口碑的积累、教研能力的强劲，公司产品及服务质量的相对降低容易导致口碑下滑，品牌影响力减弱。

企业新业务拓展不及预期

行业龙头转型受阻，新业务进展或网点拓展不达预期，无法构成新增长曲线或导致业绩滑坡。

场所安全

线下教育场所存在安全隐患，安全风险防范未到位导致突发公共安全事件风险，安全突发事件冲击公司盈利水平和未来发展前景。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032