

2024 年 06 月 08 日

推荐中国东方教育底部机会

中国东方教育 (0667. HK)

此前业绩承压原因

我们分析，公司自 2019 年上市后业绩承压主要受到以下几个方面的影响：（1）疫情影响长期生招生，而疫后虽然招生恢复，但长期生仍需消化 2 年以上招生缺口；（2）2021 年职普比严格执行下的公办竞争影响，主要体现在新东方烹饪的头部校区；（3）销售费用刚性，这主要受到公司在 19-22 年学校数快速扩张、互联网渠道分散、公司新增综合专业推广及新增渠道招生影响；（4）19 年上市后高举高打，做地县级下沉扩校，形成亏损，23 年关闭亏损学校造成一定亏损影响。

短期驱动：成本控制初见成效

公司作为费用率高企，近几年招生受疫情影响收入下降但费用相对刚性，导致公司 23 年净利率下滑至 6.7%，短期来看，24 年公司存在较大控费空间有望带动期间费用率下降：（1）公司近几年员工数逐步优化呈下降趋势，我们预计 24 年员工成本有望持平（历史每年基本增长 6%）；（2）受地产经济影响，租金有望下降；（3）广告费用存在下降空间。我们估计 24H1 公司招生持平略降，我们分析主要由于受益于学费提价，因此利润端弹性更大，我们判断不排除中报可能超预期。

中期驱动：收入增长恢复

中期来看，我们认为各学院收入有望逐步恢复：1）我们认为占比 50%+的新东方公办竞争压力最难时期已过；2）新华电脑推出四新双高人才培养计划，万通汽车有望维持较快增长，欧米奇继续减亏（22/23 年亏损 8600/2800 万，我们预计今年亏损持续缩减），美业模型有望跑通、收入有望维持翻倍增长。

长期驱动：区域中心模式打通，打造新增长点

长期来看，区域中心建设叠加技师学院牌照获取有望拉长学制，形成新的增长点。区域中心建成，有望形成规模效应，带来成本优化，同时也有助于提升办学层次，向技师学院升级拉长学制，获得高质量发展。

投资建议

我们分析，中国东方教育长期优势在于就业竞争力、针对市场变化快速调节课程的能力，短期我们预计随着成本控制中报有望超预期，中期随着公办竞争压力减缓、长期生压力有望消化，长期期待区域中心贡献。维持此前盈利预测，预计 24/25/26 年营业收入预测 44.5/51.0/58.0 亿元；预计 24/25/26 年归母净利润 4.0/4.8/6.23 亿元，对应 24-26 年 EPS 0.19/0.22/0.29 元，2024 年 6 月 7 日收盘价 2.23 港元对应 24/25/26 年 PE 为 11/10/7 倍（1 港元=0.93 元人民币），维持“买入”评级。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格（港元）：	
最新收盘价（港元）：	2.23
股票代码：	0667
52 周最高价/最低价（港元）：	3.85/2.11
总市值（亿港元）	48.59
自由流通市值（亿港元）	48.59
自由流通股数（百万）	2,178.85



分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

相关研究

- 【华西教育】中国东方教育 2023 年业绩点评：长期生增速体现疫情滞后影响，高分红持续
2024.03.29
- 【华西教育】中国东方教育 2023 中报业绩点评：长期生影响弥补仍需时日，销售费用率高企
2023.08.20
- 【华西教育】中国东方教育深度报告：职业技能培训龙头，期待疫后利润弹性
2023.04.11

风险提示

政策变化的潜在风险、渠道扩张及校区利用率不达预期、新品类赛道拓展情况不及预期、市场竞争激烈及新进入者威胁、系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3819.02	3978.65	4450.48	5100.21	5797.85
YoY (%)	-7.75%	4.18%	11.86%	14.60%	13.68%
归母净利润 (百万元)	366.57	272.62	403.19	475.62	622.60
YoY (%)	21.31%	-25.63%	47.89%	17.97%	30.90%
毛利率 (%)	49.52%	47.96%	50.72%	51.52%	52.32%
每股收益 (元)	0.17	0.13	0.19	0.22	0.29
ROE (%)	0.06	0.05	0.07	0.07	0.09
市盈率	34.40	19.92	11.21	9.50	7.26

资料来源：华西证券研究所 (1 港元=0.93 元)

正文目录

1. 历史回顾:业绩受疫情影响、公办升学、销售费用刚性等影响	4
2. 短期驱动:成本控制初见成效	4
3. 中期驱动:收入增长恢复	5
4. 长期驱动:区域中心模式打通,打造新增长点	5
5. 盈利预测与估值	8
6. 风险提示	8

图表目录

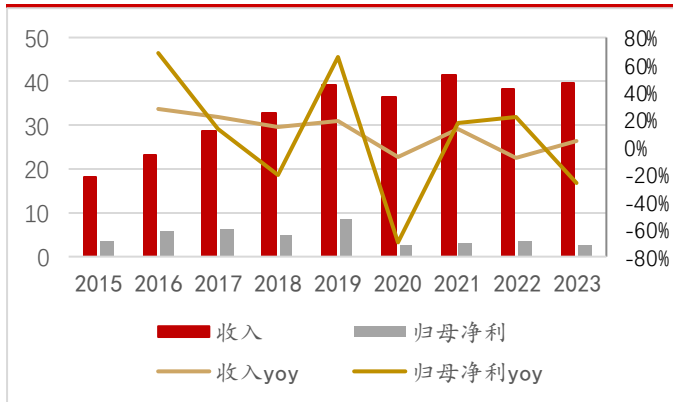
图 1 公司收入、归母净利(亿元)及增速	4
图 2 公司毛利率与净利率	4
图 3 公司员工数(人)及增速	5
图 4 公司期间费用率	5
图 5 各学校收入(亿元)及增速	5
表 1 技工学院培养水平分类	6
表 2 技工学院办学条件	7

1. 历史回顾: 业绩受疫情影响、公办升学、销售费用刚性等影响

中国东方教育于 1988 年成立、2019 年上市，是国内最大的职业技能培训提供商，旗下包括新东方烹饪/新华电脑/万通汽修/欧米奇西点/美味学院/华信智原/时尚美业及其他等 7 个品牌，23 年新东方/新华电脑/万通汽车/欧米奇/华信智原/美味学院收入占比分别为 50%/19%/20%/8%/1%/2%；分部 OPM 分别为 15.3%/7.4%/8.5%/-8.6%/-6.3%/30.2%，即欧米奇和华信智原为亏损。2023 年公司收入/归母净利/经调归母净利分别为 39.79/2.73/2.81 亿元、同比增长 4.2%/-25.8%/5.4%。我们分析，23 年疫后利润弹性尚未体现，主要由于疫情期间长期生新招存在缺口、从而长期在校生增速偏低导致收入增速较低；经调净利增速低于收入增速则由于长期生影响产能利用率、毛利率下滑，以及销售费用率增加。整体来看 23 年培训人次有所增长，新招/平均培训人次为 15.3/14.7 万人、同比增长 13.8%/2.9%。

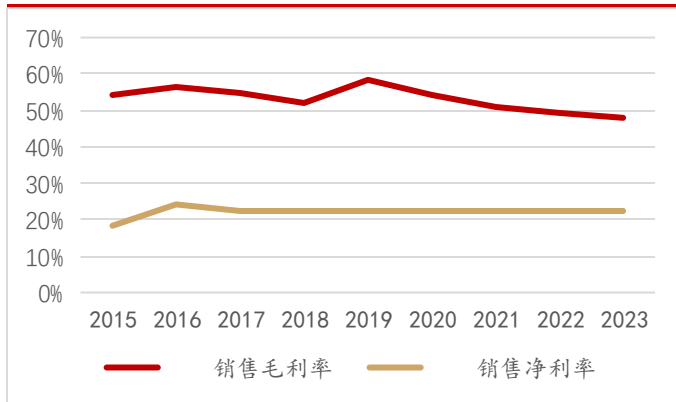
我们分析，公司自 2019 年上市后业绩承压主要受到以下几个方面的影响：（1）疫情影响长期生招生，而疫后虽然招生恢复，但长期生仍需消化 2 年以上招生缺口；（2）2021 年职普比严格执行下的公办竞争影响，主要体现在新东方烹饪的头部校区；（3）销售费用刚性，这主要受到公司在 19-22 年学校数快速扩张、互联网渠道分散、公司新增综合专业推广、及新增渠道招生影响；（4）19 年上市后高举高打，做地县级下沉扩校，形成亏损，23 年关闭亏损学校造成一定亏损影响。

图 1 公司收入、归母净利（亿元）及增速



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 2 公司毛利率与净利率



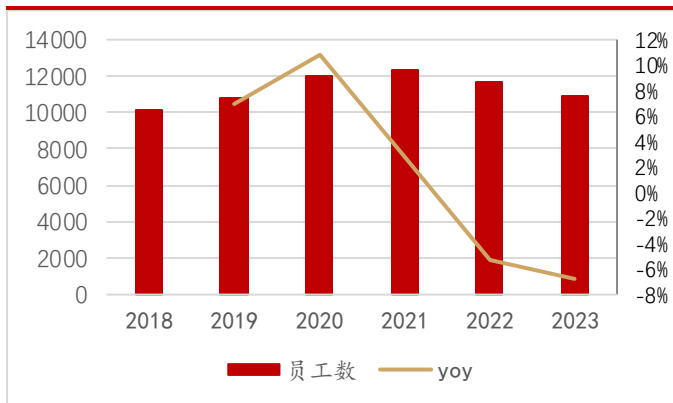
资料来源：WIND，华西证券研究所

2. 短期驱动: 成本控制初见成效

公司作为费用率高企，近几年招生受疫情影响收入下降但费用相对刚性，导致公司 23 年净利率下滑至 6.7%，短期来看，24 年公司存在较大控费空间有望带动期间费用率下降：（1）公司近几年员工数逐步优化呈下降趋势，我们预计 24 年员工成本有望持平（历史每年基本增长 6%）；（2）受地产经济影响，租金有望下降；（3）广告费用存在下降空间，23 年销售费用率增长主要由于主要在于上半年聘请专业顾问为新东方设计新形象（熊猫厨师长），从而加大广告费用投入。我们分析公司有望通过采取调整营销费用投放结构，如减少高铁站等投放、精准投放互联网流量，加强渠道招生等控制销售费用，根据公司年报，23 年广告预付款同比下降 12.5%。我们

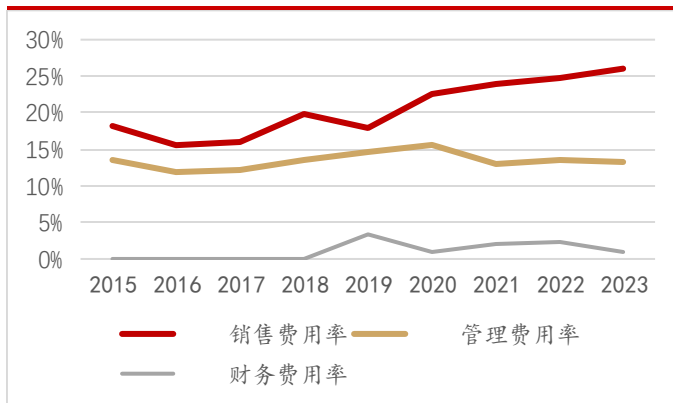
估计 24H1 公司招生持平略降，我们分析主要由于受益于收款高单位数增长，因此利润弹性更大，我们判断不排除中报可能超预期。

图 3 公司员工数（人）及增速



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 4 公司期间费用率

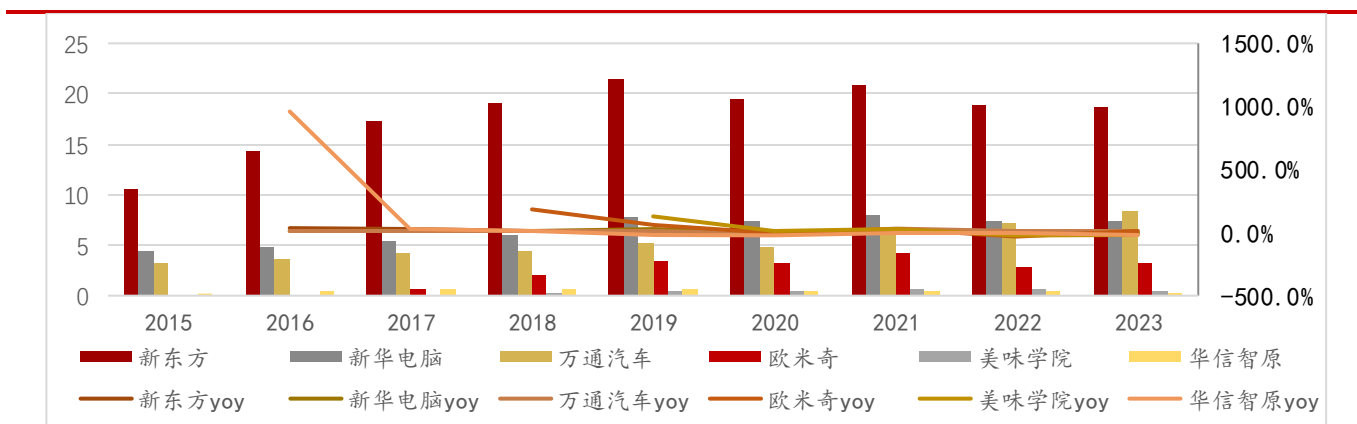


资料来源：WIND，华西证券研究所

3. 中期驱动:收入增长恢复

中期来看，我们认为各学院收入有望逐步恢复：1）我们认为占比 50%+ 的新东方最难时期已过，新东方近几年业绩承压主要受疫情扰动影响，及公办院校的冲击，大量的公办院校纷纷开出了烹饪专业造成竞争压力加大，但通过两年的调整，新东方业务最坏时期已过，收入增速出现好转，尤其三年制的烹饪学生有较大增长；2）新华电脑推出四新双高人才培养计划，万通汽车有望维持较快增长，欧米奇继续减亏（22/23 年亏损 8600/2800 万，我们预计今年亏损持续缩减），美业模型有望跑通、收入有望维持翻倍增长。

图 5 各学校收入（亿元）及增速



资料来源：WIND，华西证券研究所

4. 长期驱动:区域中心模式打通，打造新增长点

长期来看，区域中心建设叠加技师学院牌照获取有望拉长学制，形成新的增长点。2019 公司港股上市募集资金 21 亿港元用于建设北京、上海、广州、成都及西安五大区域中心，根据界面新闻，目前，安徽、四川、山东、贵州职教产业园一期已全面建成投入使用，河南职教产业园即将投入使用，江苏、江西两地职教产业园投资项目正在规划推进中。

区域中心建成，有望形成规模效应，带来成本优化，同时也有助于提升办学层次，向技师学院升级拉长学制，获得高质量发展。

规模经济和成本协同效应。拥有更大的区域中心，公司将能够享受到：（1）更多生源；（2）跨品牌产生的成本协同效应；及（3）区域中心集中及规范管理带来的规模经济。规模经济将更能支持开发新的高端及特定课程以及提供学费及服务费率较高的更为灵活的私人订制课程。公司计划提供若干私人订制课程，该等课程预期将以一对一的方式授课，并将根据各教师的专长向各班级指派教师。公司认为在生源较少及较难分担成本的单一学校环境中，公司收回开发该等课程的成本将更加困难。能够以具成本效益的方式提供多元化的课程组合，对于确保公司可持续吸引大量生源并使公司能够迅速应对不断变化的消费者偏好至关重要。尽管公司的各个品牌将在区域中心拥有其各自的教学场地，但公司认为仍可通过多种方式实现成本协同效应，其中包括共享休闲娱乐区、食堂、宿舍相关设施等非课程相关场地；共享营运及行政服务；及分摊水电费。

向技师学院升级拉长学制，获得高质量发展。国家将技工院校的办学梯次由低到高分三类，分别是技工学校、高级技工学校和技师学院。根据教育部等五部门印发《职业学校办学条件达标工程实施方案》，更高层次的学历牌照对校园占地面积、建筑面积、师资队伍、设备设施等重点监测指标要求更高。集团通过区域中心可以申报更高层次的学历牌照，成为申办技师学院的敲门砖。此举能扩大生源群体，增加对高中毕业生的吸引力，同时延长学制、降低成本，缓解人口断崖式减少和经济下行带来的压力。

表 1 技工学院培养水平分类

分类	学制	对应学历
中级技工	初中毕业生，学制三年	中专学历
高级技工	（1）初中毕业生，学制五年；（2）高中毕业生，学制三年	大专学历
预备技师/技师	（1）初中毕业生，学制六年；（2）普通高中毕业生，学制四年	本科学历

资料来源：湖南阳光招生网，人力资源社会保障部网，华西证券研究所

表 2 技工学院办学条件

分类	重要条件标准
国家级重点技工学校	✓ 培养规模应达到 3000 人以上。其中学制教育在校生规模不低于 1500 人，年职业培训规模 1500 人次以上。 ✓ 校园占地面积不少于 5.3 万平方米（约 80 亩），建筑面积不少于 4 万平方米，其中实习、实验场所建筑面积不少于 1.2 万平方米。各种建筑、场地和设施符合国家建设和安全标准，满足学校办学需要。 ✓ 常设专业不少于 4 个，各常设专业有专业建设规划。重视特色专业和示范专业建设。 ✓ 拥有满足教学需要的实习、实验设备设施，保证每生有实习工位，设备总值不低于 1500 万元。示范专业实习场所与企业工作环境接轨，主要设备设施具有先进性。 ✓ 具备满足体育教学和学生体育锻炼需要的设备设施和运动场所，运动场地面积不少于 6000 平方米。具备满足师生需求的图书馆、阅览室，图书馆藏书 5 万册以上，其中专业图书 50% 以上，报刊杂志不少于 80 种。 ✓ 拥有一支与办学规模、专业设置相适应的专兼职教师队伍。学制教育师生比不低于 1:20。兼职教师不超过教师总数的 1/3。技术理论课教师和实习指导教师应不低于教师总数的 70%，其中具有企业实践经验的教师占 20% 以上。理论实习教学一体化教师达到技术理论课教师和实习指导教师总数的 40% 以上。 ✓ 教师学历符合国家规定要求，专任教师应具备相应的教师资格。文化、技术理论课教师具备高级专业技术职称的占 25% 以上。技术理论课教师具备相关职业初级技能职业资格，其中具有中级技能以上职业资格的应不低于 40%。实习指导教师应具备相关职业高级技能及以上职业资格，其中具有高级实习指导教师职称或技师、高级技师职业资格的占 40% 以上。 ✓ 原则上具备 3 年以上技工学校办学资历。
国家级重点高级技工学校	✓ 培养规模应达到 5000 人以上。其中学制教育在校生规模不低于 2500 人，年职业培训规模 2500 人次以上。高级技工学制教育在校生规模不低于 50%，高级技工以上年培训量不低于 1000 人次。 ✓ 校园占地面积不少于 8 万平方米（约 120 亩），建筑面积不少于 6.5 万平方米，其中一体化教学与实习、实验场所建筑面积不少于 2 万平方米。各种建筑、场地和设施符合国家建设和安全标准，满足学校办学需要。 ✓ 科学规划专业建设，专业设置与本区域技能人才需求相适应，高级技工常设专业不少于 4 个。重视特色专业和示范专业建设。按照专业设置和教学需求配有数量充足、功能齐全的多媒体教室、一体化教室、生产实习场所及产学研结合工作场所。 ✓ 实习、实验设备设施与办学层次、规模相适应，常设专业主要实习、实验设备设施在国内同行业中具有先进性，各类实习、实验设备设施形成合理梯次，利用率高。保证每生有实习工位，实习、实验设备总值达 2000 万元以上。 ✓ 具备满足体育教学和学生体育锻炼需要的设施设备和运动场所，运动场地面积不少于 1 万平方米。具备满足师生需求的图书馆、阅览室，图书馆藏书不少于 6 万册，其中专业图书达 60% 以上，报刊杂志不少于 120 种。 ✓ 师资队伍结构合理，教师素质优良，学制教育师生比 1:18 以上，兼职教师不超过教师总数的 1/3。技术理论课教师和实习指导教师应不低于教师总数的 70%，其中具有企业实践经验的教师占 25% 以上。理论实习教学一体化教师达到技术理论课教师和实习指导教师总数的 60% 以上。 ✓ 教师学历符合国家规定要求，专任教师应具备相应的教师资格。文化、技术理论课教师具有高级专业技术职称的占 30% 以上。技术理论课教师中具有相关职业中级技能及以上职业资格的达 60% 以上。实习指导教师具有相关职业高级技能及以上职业资格，其中具有高级实习指导教师职称或技师、高级技师职业资格的占 50% 以上。
国家级重点技师学院	✓ 培养规模达到 8000 人以上。其中学制教育在校生规模不低于 4000 人，年职业培训规模 4000 人次以上。高级技工、预备技师（技师）学制教育在校生规模不低于 60%，高级技工、技师、高级技师年培训量不低于 1200 人次。 ✓ 校园占地面积不少于 13 万平方米（约 200 亩），建筑面积不少于 12 万平方米，其中一体化教学与实习、实验场所建筑面积不少于 3.5 万平方米。各种建筑、场地和设施符合国家建设和安全标准，满足学院办学需要。 ✓ 科学规划专业建设，专业设置与本区域技能人才需求相适应，高级技工常设专业不少于 8 个，预备技师常设专业不少于 4 个。重视特色专业和示范专业建设。 ✓ 实习场所符合企业工作环境要求，布局合理，建有满足一体化教学要求的教学场所和产学研相结合的技师研修工作区。实习、实验设备设施与办学层次、规模和专业设置相适应，保证每生有实习工位，设备总值达 7000 万元以上。实习、实验设备设施具有先进性，具备承担企业技术研发、技术服务的功能。 ✓ 具备满足体育教学和学生体育锻炼需要的设施设备和运动场所，体育运动场地面积不少于 1.5 万平方米。具备满足师生需求的图书馆、阅览室。图书馆面积不少于 2000 平方米，藏书不少于 8 万册，其中专业图书达 60% 以上，报刊杂志不少于 150 种。 ✓ 师资队伍结构合理，教师素质优良，学制教育师生比 1:18 以上，兼职教师不超过教师总数的 1/3。技

术理论课教师和实习指导教师应不低于教师总数的 70%，其中来自企业具有丰富实践经验的高技能人才和工程技术人员占 25%以上。

- ✓ 教师学历符合国家规定要求，专任教师应具备相应的教师资格。文化、技术理论课教师具有高级专业技术职称的占 35%以上。技术理论课教师中具有高级技能及以上职业资格的达 60%以上。实习指导教师具有相关职业技师及以上职业资格，其中具有高级实习教师职称或高级技师职业资格的占 45%以上。

- ✓ 理论实习教学一体化教师达到

资料来源：人力资源社会保障部网，华西证券研究所

5. 盈利预测与估值

我们分析，中国东方教育长期优势在于就业竞争力、针对市场变化快速调节课程的能力，短期我们预计随着成本控制中报有望超预期，中期随着公办竞争压力减缓、长期生压力有望消化，长期期待区域中心贡献。维持此前盈利预测，预计 24/25/26 年营业收入预测 44.5/51.0/58.0 亿元；预计 24/25/26 年归母净利 4.0/4.8/6.22 亿元，对应 24-26 年 EPS 0.19/0.22/0.29 元，2024 年 6 月 7 日收盘价 2.23 港元对应 24/25/26 年 PE 为 11/10/7 倍（1 港元=0.93 元人民币），维持“买入”评级。

6. 风险提示

政策变化的潜在风险、渠道扩张及校区利用率不达预期、新品类赛道拓展情况不及预期、市场竞争激烈及新进入者威胁、系统性风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3982.58	4450.48	5100.21	5797.85	净利润		403.19	475.62	622.60
YoY (%)	4.27%	11.75%	14.60%	13.68%	折旧和摊销		540.60	506.54	475.88
营业成本	2070.44	2193.33	2472.74	2764.59	营运资金变动		525.26	280.10	298.02
营业税金及附加					经营活动现金流		1516.80	1297.47	1420.43
销售费用	1036.97	994.14	1293.01	1500.29	资本开支		-200.00	-200.00	-200.00
管理费用	529.18	609.27	667.62	753.72	投资		0.00	0.00	-100.00
财务费用	38.23	79.91	29.30	-13.85	投资活动现金流		-122.38	-122.38	-222.38
资产减值损失					股权募资		0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	债务募资		0.00	0.00	0.00
营业利润					筹资活动现金流		-125.37	-112.83	-101.55
营业外收支					现金净流量		1269.04	1062.26	1096.50
利润总额	368.01	620.29	679.46	830.13	主要财务指标				
所得税	95.39	217.10	203.84	207.53	成长能力				
净利润	272.62	403.19	475.62	622.60	营业收入增长率	4.18%	11.86%	14.60%	13.68%
归属于母公司净利润	272.62	403.19	475.62	622.60	净利润增长率	-25.63%	47.89%	17.97%	30.90%
YoY (%)	-25.63%	47.89%	17.97%	30.90%	盈利能力				
每股收益 (元)	0.13	0.19	0.22	0.29	毛利率	47.96%	50.72%	51.52%	52.32%
资产负债表 (百万元)					净利率	6.85%	9.06%	9.33%	10.74%
货币资金	1515.31	2784.36	3846.61	4943.11	总资产收益率 ROA	2.93%	3.96%	4.34%	5.23%
预付款项					净资产收益率 ROE	4.86%	6.71%	7.33%	8.76%
存货	67.89	56.91	91.92	86.33	偿债能力				
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.67	1.82	1.99	2.16
流动资产合计	3907.91	5137.99	6233.83	7440.96	速动比率	1.65	1.80	1.96	2.14
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.65	0.99	1.23	1.44
固定资产	3080.28	2962.25	2856.03	2760.42	资产负债率	39.65%	40.96%	40.87%	40.27%
无形资产	2225.67	2003.10	1802.79	1622.51	经营效率				
非流动资产合计	5383.22	5042.62	4736.09	4460.21	总资产周转率	0.42	0.46	0.48	0.51
资产合计	9291.13	10180.62	10969.91	11901.17	每股指标 (元)				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.13	0.19	0.22	0.29
应付账款及票据	123.80	153.83	180.32	201.00	每股净资产	2.57	2.76	2.98	3.26
其他流动负债	2140.13	2532.32	2800.02	3067.06	每股经营现金流	0.00	0.70	0.60	0.65
流动负债合计	2333.37	2819.67	3133.34	3442.00	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	1350.20	1350.20	1350.20	1350.20	PE	19.92	11.21	9.50	7.26
非流动负债合计	1350.20	1350.20	1350.20	1350.20	PB	0.97	0.75	0.70	0.64
负债合计	3683.57	4169.86	4483.54	4792.20					
股本	0.19	0.19	0.19	0.19					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	5607.56	6010.75	6486.37	7108.97					
负债和股东权益合计	9291.13	10180.62	10969.91	11901.17					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，11 年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第 4/5/3/1/1 名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队 5/4/4/4 名，2013-2014 年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第 5/5 名，2013 年 Wind 金牌分析师第 4 名，2014 年第一财经最佳分析师第 4 名，2015 年华尔街见闻金牌分析师第 1 名，2020 年 Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第 2 名，2020 年 21 世纪金牌分析师评选之消费深度报告第 3 名。

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。