

在线 20 春暑跟踪，流量、价格与获客

——K12 在线教育系列报告之四

核心观点

- 各地陆续开学，课外教培复课在即。各地开学时间表逐渐明确，教培机构开学时间取决于小学低年级复课的时间，晚校内开课 1~2 周。根据我们统计的新东方&好未来所在国内 84 个城市的开学和暑假情况（定义为重点跟踪城市），仅北京、武汉小低年级开学时间仍未确定。我们认为暑期不会大幅缩短，各地将在 7 月开始逐步进入暑假，不会晚于 7 月底。因教育部表态，大方针是来日方长。上海 7 月 1 日、杭州 7 月 5 日、北京 7 月 11 日、南京 7 月 18 日、广州 7 月 22 日起开始放暑假，深圳不晚于 8 月 1 日，教培机构仍然有充足时间安排课程。
- 行业 5 年来首次全面提价，2020 暑期值得记录。疫情对在线教育行业的影响，不仅是流量，更从消费者认知、品牌角度来看是一次行业性极大利好。我们认为，行业性暑期全面提价不仅是对流量的有把握，更是在线机构们对消费者认知、品牌的自信。具体数据统计看，暑假较春季环比提价幅度来看，各家教培机构在暑期价格平均上浮 10-80%，作业帮（qoq+85%）>学而思网校（qoq+22%）>猿辅导（qoq+17%）>高途课堂（qoq+11%）>新东方在线，作业帮提价幅度最大。我们认为，提价动力来自 3 点：1）需求端疫情催化下的巨大流量及中小教培出清后流量腾出；2）在线行业消费者认知度提升；3）暑期大规模投放下现金流储备需求，因此行业集体进行提价。从价格横向对比来看，依次排序，作业帮和高途课堂（70rmb/h）>学而思网校（65rmb/h）>猿辅导（42rmb/h）>新东方在线（32rmb/h）。
- 暑期缩短，在线机构优势凸显，影响可控。虽暑期比往年缩短 1-2 周，但从目前机构暑期课程排布来看，大体上保持原有课程周期和频次。学而思网校：由于课时较长（10-14 节课）&辅导老师产能有限，课程周期从 4 期缩短至 3 期，课时仍然保持 10/14 次课。作业帮/猿辅导/新东方在线等无大变化。整体来看，周期和频次变化不大。
- 寒季回顾及判断：行业人次保持高增长，暑期获客成本难下降。1）在人次收入上，学而思网校 20Q4 收入 2 亿美元（yoy+68%），就读人次 204 万（yoy+96%）。跟谁学 20Q1 K12 收入达 11.2 亿元（yoy+448%），付费人次 64.7 万（yoy+360%）。网易有道收入 3.02 亿元（yoy+264%），K12 正价人次 15.3 万（yoy+358.7%）。2）获客成本维度，学而思网校/跟谁学/有道获客成本分别为 546/978/1085 元，寒假行业获客成本维持高位。20 春季为大量品牌投放，暑期依然是各家机构大规模效果投放主战场，我们判断行业维持高人次新增下获客成本不显著提升，即为最优状态。
- 20 暑期投放较去年延迟，且策略有所变化。与去年 5 月各家大规模投放暑期低价课不同。今年根据我们观察，仅作业帮投放了在数学科目的暑期低价课程，其他机构更多是常态滚动式低价课投放策略。此外，区别于去年 49 元课，今年价格带更多。3/9/19/27/49 元等，多产品投放抓取流量，转化效果有待我们持续跟踪。

投资建议与投资标的

- 基于我们对政策和行业应对措施的跟踪，延续前期我们的行业判断：
 - 1) 线上端，疫情对其整体利好，流量已经进入了转化阶段。建议关注好未来(TAL.N, 未评级)、新东方在线(01797, 买入)、以及产业里头部的猿辅导、作业帮；
 - 2) 线下端，疫情或加速传统中小机构出清，头部企业加速 OMO 进程，后续集中度有望进一步上升。建议关注行业和区域龙头相关公司，新东方(EDU.N, 未评级)、好未来(TAL.N, 未评级)、立思辰(300010, 买入)、思考乐教育(01769, 未评级)、卓越教育集团(03978, 未评级)等全国和地区龙头公司。

风险提示

政策及疫情形势变化不符合预期、市场格局演变不及预期



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

行业

传媒行业

报告发布日期

2020 年 06 月 08 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

项雯倩

021-63325888*6128

xiangwenqian@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517020003

证券分析师

李雨琪

021-63325888-3023

liyuyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520050001

证券分析师

吴丛露

wuconglu@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520020003

联系人

詹博

021-63325888*3209

zhanbo@orientsec.com.cn

相关报告

在线教育行业数据跟踪，样本调研透视行业 2020-02-26

趋势：——K12 在线教育系列报告之三（行业跟踪）

5G 风起，在线教育正当时：——在线教育 2020-02-11
系列报告之二（在线大班）

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

前言	4
1. 开学时间整体推迟，对暑期影响较小	6
1.1 开学时间逐步确认，核心一线城市开学略晚	6
1.2 暑期不会大幅缩短，7月底前全国开始暑假	9
1.3 暑期放假略有延后，在线大班周期和频次略有降低	9
2. 在线大班全面提价，暑期价格环比上浮 10%-80%	11
3. 寒春回顾、春暑跟踪：高增长持续，品牌&低价课投放致获客成本难降 ..	13
投资建议	18
风险提示	18

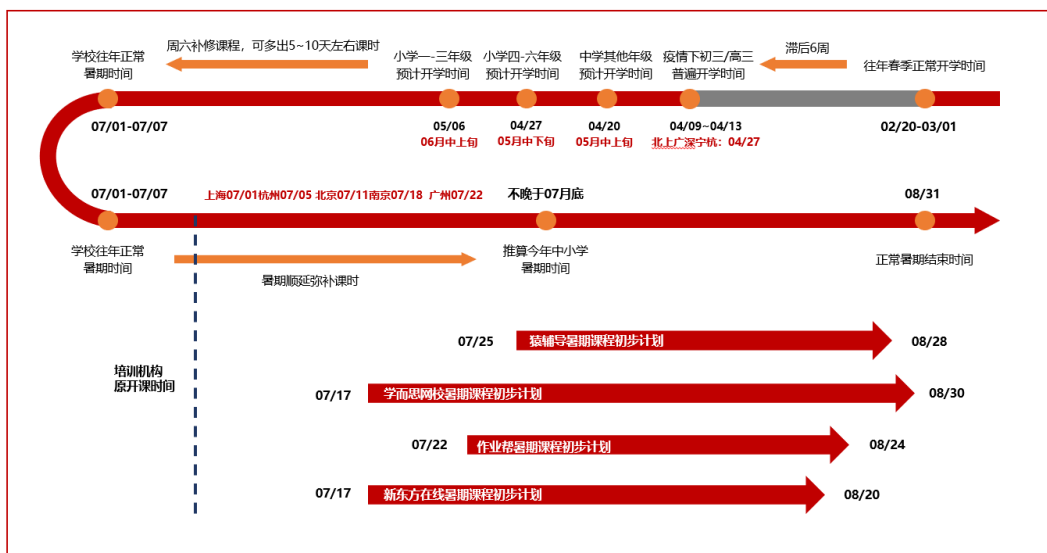
图表目录

图 1：时间安排图	4
图 2：学而思网校涨幅区间	12
图 3：作业帮涨幅	12
图 4：猿辅导涨幅区间	12
图 5：高途课堂涨幅区间	12
图 6：各家价格对比（元）	13
图 7：优惠折扣情况	13
图 8：学而思网校人次及 yoy	14
图 9：跟谁学人次及 yoy	14
图 10：获客成本对比（元）	14
表 1：新东方 84 城市开学&暑假时间	6
表 2：部分城市中小学课外辅导培训机构复课相关要求	8
表 3：各地开学上课时间安排	9
表 4：课程周期对比	10

前言

本篇报告是我们对 K12 在线行业春季及春转暑动态的行业跟踪的报告。主要有 4 点贡献：1) 对各地开学政策进行详尽梳理；2) 对春季行业动态进行跟踪，本篇报告着重对线上机构价格变化和开课周期进行分析；3) 对最新寒假疫情期间人次、获客成本进行分析；4) 对暑期投放策略进行前瞻性研究，我们得出的主要结论如下：

图 1：时间安排图



数据来源：公开资料整理、东方证券研究所

1、政策端：我们统计了新东方&好未来线下校进入的 84 个城市，受疫情影响，开学推迟，暑假略有缩短。

- 从开学时间来看，仅有北京、湖北、河北和东北部分城市小低年级没有确定复课时间，其他城市都已经明确了复课时间，普遍在 6 月上旬完成复课。
- 从暑假时间来看，根据教育部的表态，大方针是来日方长。各地将在 7 月开始逐步进入暑假，不会晚于 7 月底。上海 7 月 1 日、杭州 7 月 5 日、北京 7 月 11 日、南京 7 月 18 日、广州 7 月 22 日起开始放暑假，深圳不晚于 8 月 1 日，教培机构仍然有充足的时间安排课程。

2、价格端：20 年暑期首次在线机构行业性全面提价，暑期课程周期和频次变化不大，在线大班商业模式优势体现。

- 从暑假较春季环比提价幅度来看（不考虑优惠联报、老生老价），统计发现各家教培机构在暑期价格平均上浮 10-80%，作业帮（ $qoq+85\%$ ）>学而思网校（ $qoq+22\%$ ）>猿辅导（ $qoq+17\%$ ）>高途课堂（ $qoq+11\%$ ）>新东方在线，作业帮提价幅度最大。年级段来看，作业帮&猿辅导高中均有明显涨幅，而学而思网校在三年级提价最明显。全行业提价动力主要来自 3 点：1) 需求端疫情催化下的巨大流量及中小教培出清后流量腾出；2) 在线行业消费者认知度提升；3) 暑期大规模投放下现金流储备需求，因此行业集体进行提价。

- **从价格绝对值横向对比来看**，作业帮和高途课堂（70rmb/h）>学而思网校（65rmb/h）>猿辅导（42rmb/h）>新东方在线（32rmb/h）。新东方在线在行业提价大背景下，依然坚持低价和入口班策略，价格&品牌具有极强的吸引力，预计暑期和秋季的转化效果逐步显现。
- **从排课周期来看**，学而思网校：由于课时较长（10-14节课），课程周期从4期缩短至3期，课时仍然保持10/14次课。作业帮和猿辅导：课程周期依然保持4期，课时维持在7/8节课。新东方在线：小学高中2期，初中4期。整体来看，周期和频次变化不大，仅有学而思由于课时多和辅导老师供给的问题，课程周期缩短为三期。为应对辅导老师巨大需求，学而思、猿辅导、作业帮、跟谁学等在线机构都进行了大规模的春招，目标招聘岗位过万。

3、行业寒季回顾：行业保持高增长，获客成本短期仍难以下行。

- **人次：寒季行业人次&收入保持高增长。**结合最新数据，学而思网校20Q4实现收入2亿美元，占比从16%提升至24%，同增68%。网校正价就读人次达到204万，同比增长96%。跟谁学20Q1 K12业务收入达11.2亿元（yoy+448%），付费人次达到64.7万（yoy+360%）。网易有道20Q1有道精品课实现收入3.02亿元（yoy+264%），K12正价人次达到15.3万人次（yoy+358.7%），行业保持高增长。
- **获客成本：寒季行业获客成本同比上行。**20Q4学而思网校单人次获客成本为546元（口径为网校销售费用/网校正价人次），较去年同期上升38%；跟谁学获客成本也持续上升，19Q1-20Q1单季正价人次获客成本分别为524/466/615/398/978元，同比提升86.6%。网易有道19Q4-20Q1付费用户获客成本为796.6/1085.5元，yoy+126%/338%。可以看到行业获客成本在寒假期间处于上行周期。
- **市场关心的问题在于，春季、及全年会不会因行业大流量红利下全行业获客成本大幅下滑？**我们初步判断如下：①因疫情带来的行业红利，春季各家机构借助疫情仍有大额度投放，但主要为品牌广告费用，增加品牌力、消费者认知度，而非效果广告。春季销售、辅导老师人员承载能力有限，春季转化无法大规模承载。所以春季算效果类获客成本或继续上升；②暑期根据我们调研，各家投放费用均较去年有明显增多，且投放策略更加多元化，3/9/19/27/49元低价课等均有，也会将百万春季免费leads在暑期进行第一期大规模转化，但也有采取暑秋同转的策略。因此预计暑期获客成本仍然处于高位，难以显著下降。我们判断行业维持高人次新增下获客成本不显著提升，即最优状态。

4、春转暑逐步开展：春季常态化低价课持续，暑期低价课由于暑期延后略有推迟

- **暑期低价课还未进入大规模投放时期。**截止目前，我们仅观察到作业帮投放了9元暑假数学课程，其他机构或由于今年暑期相对推迟，低价课程暂未上线。当前市场上低价课程以春季低价为主，进行滚动开课，后续或直接延续到暑期。
- **具体来看行业低价课投放策略具有多样性：1）**价格较往年49元更低，价格主要集中在9元，作业帮最低提供3元春季引流课程。**2）**猿辅导9元课适用人群为新用户，和学而思作业帮高途课堂人群范围更广，新老用户一视同仁。**3）**学科上，9元课学而思和作业帮主打数学，猿辅导可以在语数外中任选，高途课堂小学为数学和英语结合，初高中为语数外物结合，高途课堂综合性更强。这些差异化的投放方式孰优孰劣将逐步在暑秋转化中得到验证，我们会持续跟踪。

综上，我们认为疫情带来的流量红利将从暑期开始体现，因春季辅导老师及运营均未做好准备。整体利好线上机构，大量免费 leads 进入转化阶段，各家公司战略上选择通过提价的方式进行流量的转化，整体有利于自身的盈利能力提升，同时也为即将到来的暑期广告投放准备了充足的现金储备。预计今年各家暑期的收入和人次将迎来新一轮爆发性的增长。

1. 开学时间整体推迟，对暑期影响较小

1.1 开学时间逐步确认，核心一线城市开学略晚

疫情致开学延迟，各年级分批开学。当前各省市中小学开学时间已经确定，陆续于3月底4月初展开中小学返校复学相关工作，依据目前国内各省市疫情发展形势，我们统计了新东方国内的84个城市，其中教培机构创收的核心一线城市开学相对较晚。

- **核心一线城市中小学开学时间陆续公布。**北上广深等核心一线城市，高三、初三毕业年级优先开学，初高中其他年级、小学高年段普遍劳动节后开学（多为5月上/中旬，北京较晚在6月8日完成小学高年段复课）。小学低年级，深圳5月18日/广州5月25日/上海6月2日开学，河北、湖北、北京和东北部分城市小低年级开学时间未定
- **小学低年级开学时间决定课外培训复课时间。**根据各省市地区对中小学校外培训机构开展线下教学等工作的相关安排，大多规定须于中小学全部年级开学一周后方可开展培训活动。我们跟踪到杭州和南京已经放开申请，复课进程已经逐步开启；上海/广州/深圳已明确小学低年级开学时间，预计教培复课申请后期将陆续开放。北京小学低年级开学仍未明确，复课进程仍有不确定性。

表 1：新东方 84 城市开学&暑假时间

城市	小学低年级春季开学时间	暑假放假时间	城市	小学低年级春季开学时间	暑假放假时间
北京	小学四、五年级 6 月 8 日 小学一—三年级时间另行通知	小学、初中、高中 7 月 11 日	洛阳	小学一—三年级 5 月 8 日	暂未公布
上海	小学一—三年级 6 月 2 日	小学 7 月 1 日、初中 7 月 7 日、高中 7 月 15 日	南通	小学 1-3 年级、幼儿园 4 月 13 日	中小學生 7 月 18 日
广州	小学一—三年级 5 月 25 日	中小学 7 月 22 日	呼和浩特	暂未公布	暂未公布
武汉	暂未公布	暂未公布	吉林	暂未公布	暂未公布
扬州	小学一—三年级 5 月 6 日	中小学 7 月 18 日放暑假	贵阳	小学 5 月 25 日	小学时间 7 月 11 日/初中 7 月 18 日/高中 7 月 28 日
天津	小学一—三年级 6 月 2 日	中小学 7 月 13 日	唐山	小学低年级暂未公布	暂未公布
西安	小学一—三年级 5 月 11 日	暂未公布	乌鲁木齐	小学 3 月 23 日	暂未公布
南京	小学一、二年级 5 月 18 日	中小学 7 月 18 日	十堰	暂未公布	暂未公布
沈阳	小学三、四、五年级学生 6 月 8 日；小学一、二年级学生 6 月 10 日	暂未公布	泉州	小学一年级二年级 6 月 2 日 小学三至五年级 5 月 18 日	小学 7 月 12 日/初中 2020 年 7 月 24 日/ 高中 2020 年 7 月 30 日

重庆	小学—三年级 5 月 7 日	暂未公布	温州	小学—三年级 4 月 26 日	初中、小学 7 月 6 日， 高中 7 月 21 日
成都	5 月 6 日，小学 1 至 4 年级	小学 7 月 8 日//中学 7 月 16 日	潍坊	小学 3—6 年级 5 月 18 日— 28 日/小学 1—2 年级/幼儿 园 6 月上旬	暂未公布
深圳	小学—三年级 5 月 18 日	中小学不得晚于 8 月 1 日	珠海	小学 1-3 年级 5 月 18 日	中小学 7 月 26 日
襄阳	暂未公布	暂未公布	锦州	小学—三年级 6 月 1 日后返 校，具体时间另行通知	暂未公布
	小学低段（1 至 3 年级）、幼儿				
太原	园、特殊教育学校于 5 月 25 日陆续 返校	中小学 7 月 6 日	保定	小学低年级暂未公布	暂未公布
哈尔滨	小学毕业年级 6 月 20 日返校，其他 年级继续实施线上教学	暂未公布	烟台	小学 1—2 年级、幼儿园、特 教学学校于 6 月 1 日	小学、初中、高中 7 月 16 日
长沙	小学—三年级 4 月 28 日	小学 7 月 17 日，中学 7 月 24 日	泰安	小学 3-5 年级 5 月 25 日，小 学 1-2 年级、幼儿园 6 月 1 日	暂未公布
济南	小学一、二年级 6 月 2 日	暂未公布	漳州	小学一二年级和幼儿园 6 月 2 日	初中、高中 7 月 27 日， 小学三至六年级 7 月 4 日
郑州	小学各年级 5 月 1 日	小学、初中、高中 7 月 12 日	南阳	小学—四年级不早于 5 月 11 日	暂未公布
杭州	小学—三年级 4 月 26 日	中小学 7 月 11 日	中山	小学一至三年级学生 5 月 25 日	小学、初中、高中 7 月 19 日
长春	三、四年级 6 月 8 日，一—二年级暂 未公布	暂未公布	银川	小学一、二、三年级 5 月 31 日	暂未公布
石家庄	小学低年级暂未公布	暂未公布	绍兴	小学一、二、三年级 4 月 26 日	小学、初中 7 月 6 日/高 中 7 月 22 日。
苏州	三年级 5 月 7 日，小学一、二年级 从 5 月 11 日开始	中小学 7 月 18 日	湖州	小学—三年级 4 月 26 日	初中、小学 7 月 5 日； 高中 7 月 20 日
株洲	各年级 4 月 20 日	小学 7 月 17 日、中学 7 月 24 日	盐城	小学—三年级 4 月 13 日	中小学 7 月 18 日
鞍山	小学—三年级 5 月 31 日	暂未公布	连云港	小学 4 月 7 日	中小学 7 月 18 日
合肥	5 月 6 日，一—三年级	义务教育阶段 2020 年 7 月 11 日、普通高中 7 月 18 日	焦作	小学—三年级 5 月 11 日	暂未公布
昆明	小学—三年级 5 月 6 日	暂未公布	东莞	小学一至四年级 5 月 18 日	中小学 7 月 26 日
无锡	小学—三年级 4 月 20 日	中小学于 7 月 18 日	海口	小学各年级 4 月 20 日	小学 7 月 31 日，中学 8 月 10 日
佛山	小学一至四年级 5 月 25 日	中小学 7 月 19 日	义乌	小学—三年级 4 月 26 日	初中、小学 7 月 7 日/高 中：7 月 20 日
福州	小学一二年级和幼儿园 6 月 2 日	小学 7 月 1 日，初中 7 月 22 日，高中 7 月 29 日	金华	小学—三年级 4 月 26 日	初中、小学 7 月 7 日/高 中 7 月 20 日

宜昌	暂未公布	暂未公布	西宁	小学 3 月 27 日	暂未公布
南昌	小学、幼儿园 5 月 18 日	初中、小学 7 月 6 日，高中 7 月 16 日	绵阳	小学各年级 4 月 7 日	小学初中 7 月 10 日/高中 7 月 20 日
荆州	暂未公布	暂未公布	包头	小学二、三年级 5 月 25 日、小学一年级 6 月 2 日	小学/初中 7 月 20 日放暑假
大连	小学——三年级 5 月 25 日	中小学 7 月 4 日	常熟	二年级 5 月 11 日，一年级 5 月 13 日	暂未公布
兰州	小学一到三年级 4 月 23 日	义务教育阶段学校 7 月 15 日，高中学校 7 月 19 日	榆次	小学——三年级 5 月 25 日开学	暂未公布
黄石	暂未公布	暂未公布	惠州	小学三、四年级 5 月 13 日	小学、初中、高中 7 月 26 日
宁波	小学——三年级 4 月 26 日以后	小学、初中 7 月 5 日	开封	小学一、二年级 5 月 18 日	暂未公布
厦门	小学——三年级 6 月 2 日开学	高中 7 月 20 日		小学——三年级 5 月 11 日	暂未公布
青岛	小学 1—2 年级、校外培训机构 6 月 2 日—8 日复学	小学 7 月 4 日，初中 7 月 23 日，高中 7 月 29 日。	沧州	幼儿园 5 月 18 日	暂未公布
		暂未公布	秦皇岛	小学低年级暂未公布	暂未公布
南宁	小学一至三年级 5 月 18 日	小学 7 月 20 日，初三年级学生 7 月 27 日	安阳	农村小学开学时间不早于 4 月 13 日，城镇小学返不早于 4 月 20 日	暂未公布
徐州	小学——三年级 5 月 18 日，一周内开学完毕。	中小学 7 月 18 日	邯郸	小学低年级暂未公布	暂未公布
镇江	小学一至三年级 4 月 13 日	中小学 7 月 18 日	新乡	小学 1—6 年级 4 月 26 日	暂未公布
湘潭	小学 4 月 20 日	小学 7 月 17 日，中学 7 月 24 日	承德	小学低年级暂未公布	暂未公布

数据来源：公开资料整理、东方证券研究所

表 2：部分城市中小学课外辅导培训机构复课相关要求

城市	中小学课外辅导培训机构复课相关要求
北京市	培训机构目前仍不得开展线下培训及服务。
上海市	课外辅导培训机构在本市中小学校和幼儿园返校开学前不得开展线下培训及服务。
广州/深圳市	幼儿园幼儿返园前，校外培训机构不得开展线下培训活动。
杭州市	5 月 6 日，浙江杭州发布《关于有序恢复校外培训机构线下培训活动的通知》，提到杭州各类校外培训机构经核验符合复课(复训)标准的，自 5 月 9 日可陆续恢复开展线下培训。
南京市	经验收合格，面向小学生以上开展培训的各类培训机构，可于 5 月 18 号起陆续恢复线下培训。

数据来源：公开资料整理、东方证券研究所

1.2 暑期不会大幅缩短，7 月底前全国开始暑假

暑期会大幅缩短吗？我们认为不会。根据多地已发布的中小学开学复课等相关通知，目前学期内追赶进度主要有四种方式：校内加快进度；每天延长一课时，不占用周末及节假日；周六补半天课时，周休一天半；周六补修一天课时，周休一天。各地政策落实会有所差异。从教育部的表态来看，更多还是鼓励不占用周末时间，暑期正常放假。具体到各个地方的执行情况，表 1 中，部分城市已经公告暑期的时间，整体时间略有推迟，但不晚于 7 月底。上海 7 月 1 日、杭州 7 月 5 日、北京 7 月 11 日、南京 7 月 18 日、广州 7 月 22 日、深圳不晚于 8 月 1 日起开始放暑假，因此大部分城市将在 7 月开始逐步进入暑假，最晚不会晚于 7 月底，教培机构仍然有充足的时间安排线下课程。

表 3：各地开学上课时间安排

省市地	通知日期	发言部门	内容
全国	4 月 26 日	教育部	开学以后，鼓励各地充分利用周一到周五的有效教学时间。可以通过调整一下周一到周五学习的时间，比如每天增加半小时到一小时，就可以补回很多内容。另外，如果这个春季学期的任务确实有很多没有完成，也可以调整到秋季学期，甚至调整到下一个学年，总的指导思想是“来日方长”。
上海市	4 月 9 日	地方教委	上海市新冠肺炎疫情防控新闻发布会：目前，市教委不主张学校安排周末补课。后续，市教委将对教学情况持续跟踪，若确有需要，再另行研究。
广东省	5 月 7 日	地方教育厅	秋季学期按正常的教育教学秩序安排。中小学各年级法定节假日不调课。除高三年级周末可以安排 1 天调课外，其他年级周末不得调课。考虑到小学阶段“零起点”教学，各地各校可因地制宜、因校制宜通过调整学科教学和综合实践活动安排、延后暑假放假时间、利用校内课后服务时间每天增加 1-2 个课时等方式调整小学教学安排
四川省成都市	4 月 15 日	地方教育厅	结合成都市“停课不停学、停课不停教”线上教学情况，市教育局对 2020 年春季学期中小学教学时间安排等作出如下调整安排：... 2. 调整暑假放假时间：小学暑假放假时间调整为 7 月 8 日，中学（含中等职业学校类学校）暑假放假时间调整为 7 月 16 日；3. 每天可增加一课时教学：学校结合线上教学评估情况，每天可增加 1 课时，开展串讲复习或新课教学；4. 严格控制补课：除高三毕业年级外，其他年级原则上不得占用周末和节假日集体补课；...
湖北省武汉市	5 月 4 日	新闻发布会	5 月 4 日，湖北省新型冠状病毒肺炎疫情防控工作指挥部召开第 91 场新闻发布会，介绍武汉市高三年级复课准备工作情况。发布会透露，为弥补中小学春季延期开学导致的课时不足，武汉市酌情对教学时间进行调整。具体调整方式为：每周增加一天上课时间，每天增加一课时教学，适当缩短暑假时间。

数据来源：公开资料整理、东方证券研究所

1.3 暑期放假略有延后，在线大班周期和频次略有降低

在线大班商业模式的特点决定了其并不会受到授课老师产能极限的束缚，而辅导老师是主要的产能瓶颈，为应对暑期缩短和保持课程质量，在线大班机构课程周期和频次略有下调。但考虑疫情期间的流量爆发，以及行业性的大幅提价（提价主要为暑期投放做现金流准备），预计无论是行业渗透率还是市场参与者收入和人次，都依然会保持同比的大幅提升。

从暑期调整来看，在线大班调整更加自如，基本保持了原有的课程周期和频次。以学而思网校、猿辅导、作业帮、新东方在线、高途课堂等线上机构为例，对比 2019 年暑期排课，课程周期相对紧密，整体来看暑期课程开课时间受暑期顺延影响有所推迟，由 7 月中上旬（往年）延至 7 月下旬开课，但仍保持了 3-4 期的排课密度，同时课次也维持在 7-10 节课（学而思网校因课次多，调整空

间有限因此周期减少，增大单轮辅导老师产能压力），结课时间也推迟到了8月下旬（以往是8月中旬）。因此我们认为暑期缩短对在线大班的课程排布影响相对较小。

表 4：课程周期对比

机构	2019 年暑期课程设置	课次	2020 年暑期课程设置	课次
学而思网校	07/06-07/16	10 次	小学段： 07/23-08/02	10/14 次
	07/18-07/28		08/04-08/14	
	07/30-08/09		08/16-08/26	
	08/11-08/21		初高中段： 07/17-07/31	
猿辅导	07/13-07/20	8 次	08/01-08/15	7/10 次
	07/24-07/31		08/16-08/30	
	08/04-08/11		小学、初中段： 07/25-07/31	
	08/15-08/22		08/03-08/09	
作业帮	—	—	08/13-08/19	7/8 次
	—		08/22-08/28	
	—		高中段： 07/25-07/31(08/03)	
	—		08/05-08/11(08/14)	
新东方在线	—	—	08/16-08/22(08/25)	8 次
	—		小学、初中段： 07/22-07/28	
	—		07/31-08/06	
	—		08/09-08/15	
高途学堂	—	—	08/18-08/24	9 次
	—		高中段： 07/26(27)-08/02	
	—		08/02(03)-08/09	
	—		08/09(10)-08/16	

数据来源：公开资料整理、东方证券研究所

为了更好的承接前期巨大的流量，培训机构进行大规模的人员扩张。疫情催化的在线人数激增，以及可以预见的暑期人次的增长，线上教培机构未雨绸缪在春季进行了大规模的人才招聘。

- ① **数量上：**各家招聘人数超线下，猿辅导、学而思网校、跟谁学、作业帮招聘岗位过万。
- ② **薪资水平：**对比双师薪资，可以看到辅导老师基本月薪 1 万元以内（6000-10000 不等），按 12 薪换算，年薪在 7-12 万，而主讲老师（基本有工作经验要求）薪资 20 万打底，往上可以达到 50 万/年，薪酬吸引力不输线下。
- ③ **思考及变化：**在辅导老师招聘上，我们认为此轮暑期学而思网校将更有优势。根据草根调研，我们了解到学而思网校把招聘老师部分职责交给了拥有 50+城市地面校的学而思培优进行线下招聘，而非仅线上招聘，老师招聘优势更明显。

表 5：线上机构 2020 年招聘官方发布汇总

线上机构	招聘岗位	面向城市	岗位数量	薪资待遇
猿辅导	猿辅导主讲/辅导老师、研发类、艺术类、市场/运营/产品类、猿编程主讲/班主任	武汉、西安、郑州、南京、成都、长沙、沈阳、济南	10000+（武汉本地 5000 个）	辅导老师：6000-9000/月； 主讲老师：25-50 万/年
作业帮	产品研发、教研教学、辅导教学、市场运营、销售等	北京、西安、南京、武汉、合肥、郑州、成都、济南、石家庄	上半年 10000+ （2 月已发送 offer 2000+份）	在线辅导老师：7000-10000/月 主讲/教研：15000-40000/月
跟谁学	辅导老师、训练营辅导老师、课程顾问	北京、武汉、济南、西安、郑州、合肥等	10000	辅导老师：底薪 4500-5000+绩效，预计月综合收入 8000-10000； 大班主讲教师：无责任薪保底 36-40 万
学而思网校	辅导老师、班主任、教学研发、市场/产品/运营类	北京、济南、武汉、西安、成都、镇江、长春、沈阳、郑州、南京、合肥、长沙、重庆、天津、石家庄	12000+	在线辅导老师：6000-10000/月 主讲老师：10000-45000/月

数据来源：猿辅导、作业帮、跟谁学、学而思网校、东方证券研究所

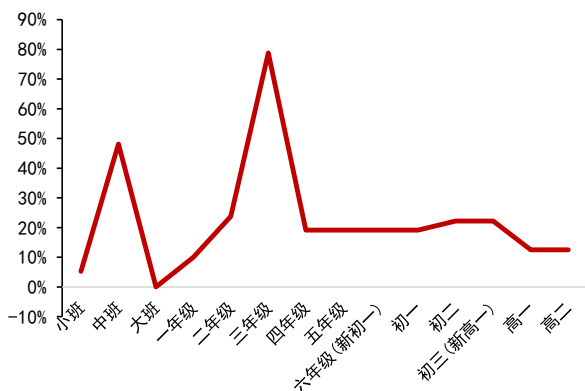
2. 在线大班全面提价，暑期价格环比上浮 10%-80%

暑期在线大班全面提价，作业帮涨幅最为显著，不同年级变化有差异。我们统计了春季和暑季的每小时课程价格，计算了环比价格的变动情况。

- **分机构来看：**作业帮涨幅最为显著。学而思网校/作业帮/猿辅导/高途课堂各年级平均涨幅分别为 22%/17%/85%/11%，对比来看可以看到作业帮涨幅最高，平均涨幅 81%，部分年级已经超过高途课堂（后续提价影响需要特别关注），而学而思网校和猿辅导价格变动比较温和，上涨幅度较为平稳。
- **分年级来看：**各家在具体涨幅的年级存在差异。作业帮和猿辅导在高中阶段都有明显的涨幅，其中高一/高二分别上涨 140%/220%，由于前期两家高中价格远远低于价格领先者跟谁学，

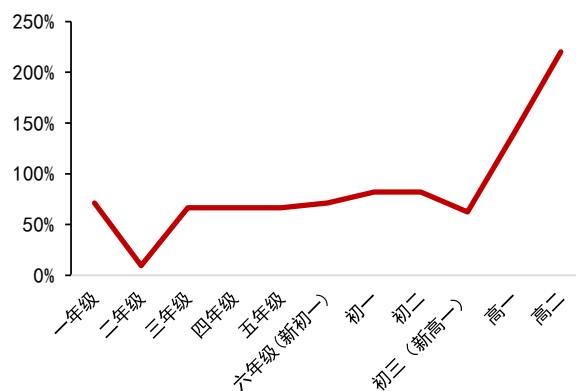
因此价格进行一定的上浮。而学而思网校在三年级提价最为明显，主要是因为三年级同时提供报三门减 2200 元的优惠，所以实际价格涨幅有限。

图 2：学而思网校涨幅区间



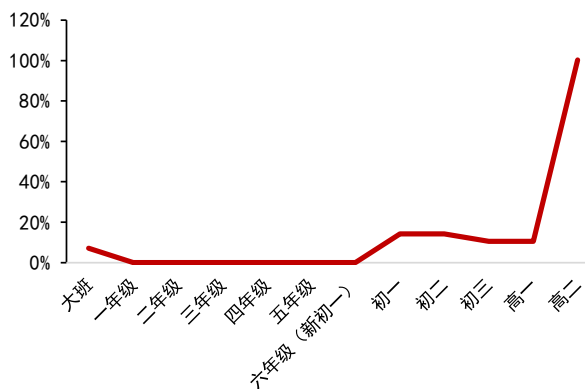
数据来源：各家官网、东方证券研究所

图 3：作业帮涨幅



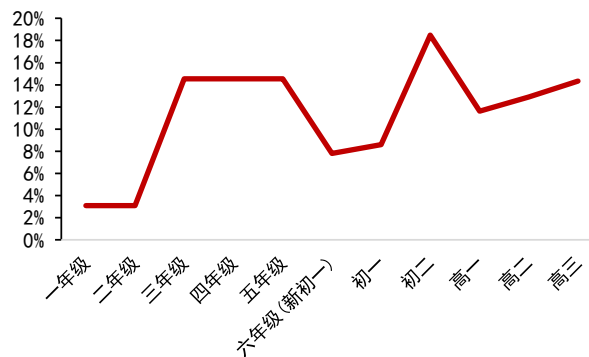
数据来源：各家官网、东方证券研究所

图 4：猿辅导涨幅区间



数据来源：各家官网、东方证券研究所

图 5：高途课堂涨幅区间



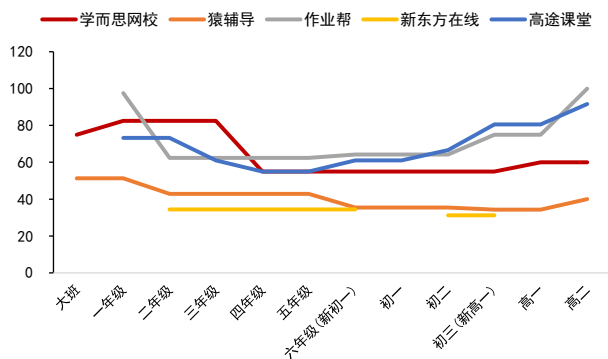
数据来源：各家官网、东方证券研究所

横向对比，此轮涨价后，作业帮和高途课堂价格较高，而新东方在线价格最低，学而思网校价格居中。具体对比来看，价格梯队为作业帮/高途课堂>学而思网校>猿辅导>新东方在线，经过暑期大幅提价，作业帮价格已经提升到业的第一梯队（平均 70 元左右）；学而思网校提价相对缓和，在行业内价格居中（平均 65 元）；猿辅导价格策略相对稳定，价格落后于行业（平均 42 元）。新东方在线不仅正价课程平均为 32 元行业内最低，同时新东方在线在一年级、初一和高一开设了 50 元入口班，在行业中价格较低竞争力较强。

投资者可能会关心，价格的上升是否会被折扣促销所抵消掉？经过我们的统计，我们认为对于新生来说折扣优惠力度在 9 折左右，价格是真实提价。而据我们调研，老生续班价格会保持原来的价格，新老生价格差异是行业常态，具体分别从各家公司来看：

- **学而思网校**：小学一/三年级/初一/高一有人口班优惠，满减优惠力度较大，其他年级无显著优惠。
- **猿辅导和作业帮**：猿辅导各科享受 95 折优惠，优惠力度不大，作业帮各年级并没有看到显著的折扣优惠，价格涨幅为真实涨幅。

图 6：各家价格对比（元）



数据来源：各家官网、东方证券研究所

图 7：优惠折扣情况

2020暑期优惠	
学而思	
年级	暑期优惠详细
学前	数学思维目标班暑期联报满1400减35元
小学	一年级和三年级满3个学科减2200元，其余年级享联报换购优惠
初中	初中一（五四制六年级）：满3科目减2200
高中	上海初一-数学、英语：满1500减100，满3000减300，满4600减500，满6600减1000，满9000减1900
通用优惠	高一：满3个学科减1680元，满4个学科减2220元，满5个减2760元，满6个减3300元；其他年级有200左右的优惠
猿辅导	
年级	暑期优惠详细
学前	
小学	
初中	每季季报多科，每科同享95折优惠
高中	
通用优惠	报名送教材：新用户专享：数学特训班49元（原价299）
作业帮	
年级	暑期优惠详细
学前	49元特惠班
小学	
初中	暂无优惠策略
高中	暑秋联报，立减300
通用优惠	报名送教材

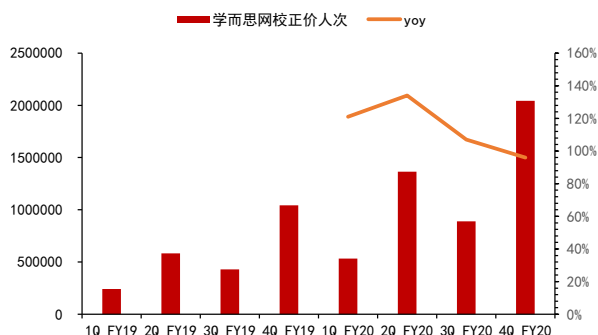
数据来源：各家官网、东方证券研究所

行业提价的原因主要受需求端、财务端变化的影响。需求端：疫情催化下的流量的提升。一方面线下产品优势在降低，疫情下培训无法正常，线下产品线上化，线下互动性优势减弱，因此前期大量的流量和替代品效应为线上机构打开了提价空间；另一方面，线下中小机构出清，原机构生源选择在线大班模式，因此线上在线大班受益市场格局的出清，腾出的流量也是线上增长的动力。财务端：通过提价的方式，可以提前锁定一部分现金流，从而建立起扎实的现金储备，为即将到来的暑期规模投放做好资金储备。

3. 寒春回顾、春暑跟踪：高增长持续，品牌&低价课投放致获客成本难降

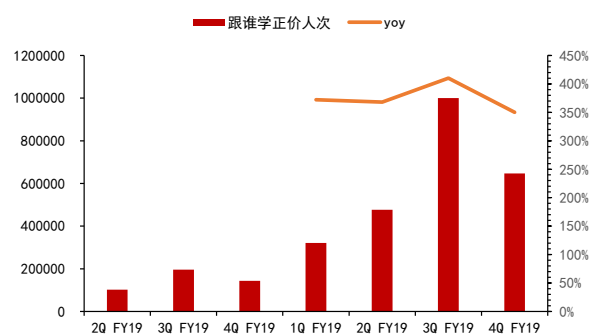
寒季行业内头部机构人次收入保持高速增长。结合最新的数据，学而思网校 20Q4 实现收入 2 亿美元，占比提升至 24%，同比增长 68%。网校就读人次达到 204 万，同比增长 96%。学而思增速环比下滑，主要是由于网校去年高基数的影响。跟谁学 20Q1 K12 业务收入达 11.2 亿元（yoy+448%），付费人次达到 64.7 万（yoy+360%）。网易有道 20Q1 有道精品课实现收入 3.02 亿元（yoy+264%），K12 正价人次达到 15.3 万人次（yoy+358.7%），行业性高速增长延续。

图 8：学而思网校人次及 yoy



数据来源：公司财报、东方证券研究所

图 9：跟谁学人次及 yoy

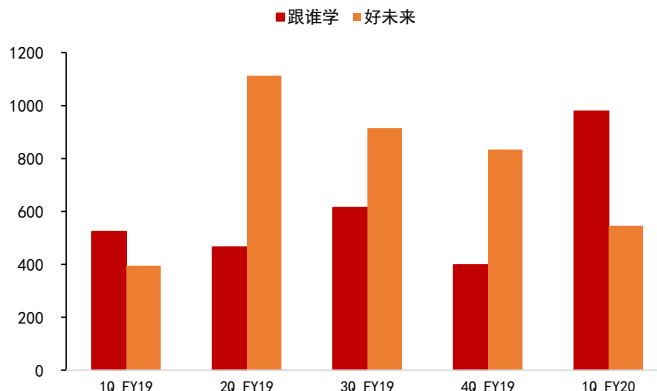


数据来源：公司财报、东方证券研究所

寒假各家仍加大营销投入，获客成本同比并未显著下滑。学而思网校获客成本同比仍有上升。假设传统线下课程销售费用率稳定，计算 20Q4 的网校单人次获客成本为 546 元（口径为网校销售费用/网校正价人次），较去年同期上升 38%。跟谁学的获客成本也持续上升，19Q1-20Q1 单正价人次获客成本分别为 524/466/615/398/978 元。同比提升 86.6%。网易有道 19Q4-20Q1 付费用户获客成本为 796.6/1085.5 元，yoy+126%/338%。可以看到行业获客成本在寒假期间仍处于上行周期。

市场关心的问题在于，行业获客成本今年会不会大幅下滑？流量端我们认为市场无较大预期差，认为暑期各家均会有 yoy~100%、甚至更高增长。市场关心 CAC 趋势，我们初步判断如下：①因疫情带来的行业红利，春季各家机构借助疫情仍有大额度投放，但主要为品牌广告费用，增加品牌力、消费者认知度，非效果广告。春季销售、辅导老师人员承载能力有限，春季转化无法大规模承载。所以春季果类获客成本或继续上升；②暑期根据我们调研，各家投放费用均较去年有明显增多，且投放策略更加多元化，3/9/19/27/49 元低价课等均有，也会将百万春季免费 leads 在暑期进行第一期大规模转化，但也有采取暑秋同转的策略。因此预计暑期获客成本仍然处于高位，难以显著下降。我们判断行业维持高人次新增下获客成本不显著提升，即最优状态。

图 10：获客成本对比（元）



数据来源：公司财报、东方证券研究所

春季投放策略：线上机构通过各种方式加大广告投放曝光引流，设置各类低价班导流转化招生

- 各机构进行了包括线下、电视广告、品牌代言人广告、新媒体等多渠道、大规模的广告投放：以猿辅导、作业帮为例，除了传统的线下广告外，机构通过电视节目、上星综艺进行曝光引流，同时在微信朋友圈、抖音、微博等平台投放或 KOL 直播引流，作为线上招生拉新的主要方式；作业帮今年还请到中国女排代言，品牌投放达到亿元以上。

表 6：广告投放渠道

机构	广告投放渠道
猿辅导	1. 线下广告投放； 2. 电视广告投放：2020 央视春晚，《王牌对王牌》《最强大脑》等上星综艺曝光引流； 3. 新媒体渠道：微信朋友圈广告、抖音、微博等平台广告/KOL 直播引流等。
作业帮	1. 线下广告投放； 2. 电视广告投放：电视剧《安家》、上星综艺《向往的生活》等曝光引流； 3. 新媒体渠道：微信朋友圈广告、微博等平台广告引流； 4. 品牌代言人广告：邀请中国女排代言，品牌投放达到亿元以上。
学而思网校	1. 线下广告投放； 2. 电视广告投放：合作热播剧《少年派》等进行曝光引流； 3. 新媒体渠道：微信朋友圈广告、抖音/快手等平台广告引流。

数据来源：猿辅导、作业帮、学而思网校、东方证券研究所

春转暑近期跟踪：目前机构拉新转化策略主要以低价引流课为主

- 暑期低价课还未进入大规模投放时期。截止目前，我们仅观察到作业帮投放了 9 元暑假数学课程，其他机构或由于今年暑期相对推迟，低价课程暂未上线。当前市场上低价课程以春季低价为主，进行滚动开课，后续或直接延续到暑期，投放策略上或就去年有所区别。
- 具体来看行业低价课投放策略具有多样性：1) 价格较往年 49 元更低，价格主要集中在 9 元，作业帮最低提供 3 元春季引流课程。2) 猿辅导 9 元课适用人群为新用户，而学而思作业帮高途课堂人群范围更广，新老用户一视同仁。3) 学科上，9 元课学而思和作业帮主打数学，猿辅导可以在语数外中任选，高途课堂小学为数学和英语结合，初高中为语数外物结合，高途课堂综合性更强。这些差异化的投放方式孰优孰劣将逐步在暑秋的转变中得到验证，我们会持续跟踪。

表 7：线上机构 2020 年春季低价班

机构	低价班课程截图	低价班课程信息
猿辅导		价格：9 元低价特训班（新学员优惠价 - 限时优惠券） 针对年级：小初高各年级 学科内容：小初语数英三科可选，关注核心知识点讲解； 高中数英物化全科核心知识点讲解 课时数量：小初 5 次直播课，高中 4 科共 8 次课 课程周期：小初 06/26-06/29，高中 06/19-06/27

作业帮

高二高频考点特训班：4科8次课+7本教辅包邮+双师辅导（6...
◎ 6月19日-6月26日



剩余46个名额
距报名结束7天

¥299 **¥49**



学而思网校



价格：49 元特训班

针对年级：初三、高一高二年级

学科内容：数英物化全科考前特训辅导，关注考点特训

课时数量：4 科 8 次课

课程周期：06/19-06/26(27)

价格：3 元低价班训练营

针对年级：小初高各年级

学科内容：小学语文数、初中数英、高中数英物化高频知识点讲解、考前特训辅导等

课时数量：小学 5 节课（3 节数学+2 节语文）

初中 4 节课（2 节数学+2 节英语）

高中 8 次课（数英物化各 2 节）

课程周期：小学 06/21-06/25、初中 05/09-05/10、高中 06/11-06/14

价格：9 元低价班

针对年级：小初高各年级

学科内容：各年级数学重难点解析、考前辅导特训等

课时数量：共 13 节直播课

课程周期：07/09-07/14

价格：36 元拼团低价班

针对年级：小初各年级

学科内容：语文学科重难点讲解、阅读写作能力训练

课时数量：共 13 节直播课（小学 5 次上完，初中 7 次上完）

课程周期：小学 06/22-06/26、06/29-07/03，初中 06/18-06/24

价格：9 元低价引流课程

针对年级：小初各年级、高一高二年级

学科内容：各年级数学学科重难点讲解、提分训练

课时数量：小初 13 课时，高中 8 课时

课程周期：06/15-06/19、06/21-06/25

价格：常态化免费课程

针对年级：涵盖小学一年级至初中三年级

学科内容：各学科“同步习题课”，以“讲题”为主

课时数量：每周一至周六晚开一次课（40min）

课程周期：5 月 18 日起正式推出

高途学堂

请选择孩子9月升入年级



价格：多科联报 9 元低价班训练营

针对年级：小初高各年级升学学员

学科内容：小学数英学科知识点及重难点讲解

初高年段语数英物学科知识点衔接、重难点讲解

课时数量：小学数学 5 节课英语 7 节课，初高中 4 科每科 4 节课

课程周期：06/12-06/16(17/18)、06/19-06/27、07/06-07/12

价格：50 元暑期低价班

针对年级：入口班（幼小衔接、新初一、新高一）

学科内容：知识点衔接、重难点讲解、能力提升等

课时数量：幼小衔接 6 讲、新初一高一 8 讲

课程周期：幼小衔接 07/31-08/05、08/07-08/12、08/14-08/19、08/21-08/26，新初一高一 07/17-07/24、07/26-08/02、08/04-08/11、08/13-08/20

新东方在线

主讲 吕晓天	辅导老师 戴心梓学	英语幼小衔接班（一期）	16:00-17:30（每40分钟休息） 07月31日-08月05日	¥50 原价¥100	加入选课程
主讲 新东方名师	辅导老师 戴心梓学	初一数学暑假能力提升班【人教版】（二期）	09:30-11:30（每40分钟休息） 07月26日-08月02日	¥50 原价¥100	加入选课程
主讲 新东方名师	辅导老师 戴心梓学	高一英语暑假精品班【全国版】（三期）	16:30-18:30（每40分钟休息） 08月04日-08月11日	¥50 原价¥100	加入选课程

数据来源：猿辅导、作业帮、学而思网校、高途学堂、新东方在线、东方证券研究所

投资建议

基于对政策和行业内公司应对措施的分析，我们认为疫情的影响将会持续到暑期，对线上和线下教培机构长期来看机遇大于挑战，但短期影响非同质。**疫情整体对线上大班整体影响偏利好**，一方面前期流量逐步进入了转化期，另一方面中小教培机构产能出清，进一步凸显了在线大班的模式优势。**而对于线下机构**，短期来看线下机构原有商业模式受到产能瓶颈的挑战，但长期来看有利于行业的兼并整合，利好龙头和大型教培机构集中度上行。**基于上述分析，我们建议市场重点关注线上线下优质 K12 课外辅导企业：**

- **对线上企业**，疫情整体利好线上机构，大量免费流量已经进入了转化阶段，各家公司战略上选择通过提价的方式进行流量的转化，整体有利于自身的盈利能力提升，同时也为即将到来的暑期广告投放储备现金。建议关注好未来(TAL.N，未评级)、新东方在线(01797，买入)、以及产业里头部的猿辅导、作业帮。此外，此次新东方在线在春季进行了战略性的投入后，4月11日已经开始转化，结合暑秋两季的低价和新东方的品牌影响力，预计新东方在线会取得良好的转化效果。
- **对于线下培训**，此次事件对线下培训的影响较大，传统中小机构经营难度较大，可能加速中小教培机构出清，同时线下机构依托自身技术优势，加速 OMO 进程，后续集中度有望进一步上升。建议关注行业和区域龙头相关公司新东方(EDU.N，未评级)、好未来(TAL.N，未评级)、立思辰(300010，买入)、思考乐教育(01769，未评级)、卓越教育集团(03978，未评级)等。

风险提示

- **政策及疫情形势变化不符合预期**

目前国内疫情发展形势存在突变可能，教培机构仅基于目前政策及市场形势作出整体布局，后续可能有所变化，影响报告结论。

- **市场格局演变不及预期**

由于在线大班模式壁垒较低，新进入者的进入可能大幅推升行业获客成本，对行业内参与者盈利能力影响较大。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

