

2021 年 03 月 08 日

## 再看在线教育格局：跟谁学逐步追赶龙头企业、销售费用猛增

■2020 年增长势头持续、营收超 70 亿元，由盈转亏系销售费用猛增：随着付费用户人数快速增长，2020 年实现营收 71.25 亿元（+236.9%）；归母净亏损 13.93 亿元，核心在于销售费用率增加明显。K-12 在线大班课业务全年收入为 62.4 亿元、占比达到 87.54%。在公司多渠道持续拉新的刺激下，2020 年正价课付费人次达 587.1 万，同比增长 168.4%。2020Q4 递延收入为 27.34 亿元，同比+104.4%。

■2020Q4 销售费用率出现下滑：2020 年销售费用率升至 81.6%，主要源于为了扩大用户规模及提高品牌知名度所增加的市场推广费用，研发费用率为 10%。除此之外，公司仍有部分积极变化，2020Q4 跟谁学的销售和营销费用环比下降 13%左右，销售费用率为 81.34%。根据公司电话会，2021 年预计将减少从社交媒体平台获取客户的预算，并在一些新的渠道上加大投资，比如直播平台、直播带货，甚至线下渠道。

■核心 K-12 在线大班课连续三年增速超过 3.5 倍：2020Q4 为公司旗下“高途课堂”和“跟谁学”两大 k12 品牌业务合并后的第一季度，2020Q4 季度 K12 业务即高途课堂收入为 19.75 亿元（+155.6%），营收占比 89.33%；K12 在线课程正价课付费人次达到 213.9 万，同比增长 112.8%，占公司全部正价课付费人次的 94%。核心 K-12 在线大班课业务 2020 年营收 62.4 亿元，连续三年增速超过 3.5 倍。

■跟谁学逐步追赶学而思网校，在线教育获客成本提升、赛道竞争激烈：行业格局上，跟谁学逐步追赶学而思网校、差距逐步缩小，其中学而思网校>跟谁学（均大于 50 亿元）>有道。跟谁学、有道营收增速大于学而思网校，最新财报季二者营收差距进一步缩短，2020Q4 学而思网校营收为 20.59 亿元、跟谁学为 19.75 亿元。受益于疫情加速在线教育渗透，2020 年各个季度付费用户人数保持快速增长，其中 2020Q3、Q4 增速达到 100%以上，在线教育公司大幅营销投入、经营成效逐步显现，同时获客成本也在提升，从上市公司财报看，部分公司销售费用率可达到 100%以上、行业整体上升明显、获客成本提升。随着在线教育赛道竞争加速，后续需关注资金、现金流、营收增速以及付费人数等核心运营指标。

■风险提示：行业竞争加剧；政策不达预期、企业盈利不达预期

## 新三板主题报告

证券研究报告

诸海滨

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020005

zhuhb@essence.com.cn

021-35082086

黄杨璐

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520070002

huangyl1@essence.com.cn

021-35082077

## 相关报告

精选层巡礼系列\_五新隧装：

深耕隧道施工智能装备细分领域，或受益基建智能化新  
风向 2021-03-07“两会”新三板改革有看点，  
关注《新三板管理条例》和  
险资、社保投资新三板政策  
翰博高新：中尺寸背光模组  
龙头，2020 年归母净利润  
1.63 亿 2021-03-04网易有道：在线精品课正价  
付费人次连续 5 个季度，单  
季现金流转正 2021-03-04  
万通液压：深耕液压油缸拓  
展高毛利油气弹簧，2020 年  
净利润 5950 万增长 45% 2021-03-04

## 内容目录

1. 强劲增长势头持续、2021 年高成长有望持续，由盈转亏主要系销售费用猛增 .....	4
1.1. 2020 年营收超 70 亿元 (+236.9%)，由盈转亏主要系销售费用猛增 .....	4
1.2. 核心 K-12 在线大班课连续三年增速超过 3.5 倍，递延收入 27.34 亿元、高成长性有望延续 .....	5
1.3. 量价齐升稳步实现，2020 年 K12 正价课付费人次达 542.9 万 (+177.3%) .....	6
2. 品牌聚焦首季成效渐显，运营现金流归正 .....	8
2.1. 营收再创新高、利润亏损有所缩窄，销售费用率出现下滑 .....	8
2.2. 高途课堂业务营收占比达到 89.33%，品牌合并战略实施成效显著 .....	9
2.3. “在线直播大班课”可持续性获验证，运营现金流归正、付费人次增长维系 100% 以上 .....	10
3. 跟谁学逐步追赶学而思网校、二者差距逐步缩小，在线教育获客成本提升、赛道竞争激烈 .....	12
3.1. 竞争格局：跟谁学逐步追赶学而思网校，二者营收 50 亿元+、差距逐步缩小 .....	12
3.2. 运营情况：受益于行业景气度提升，付费人数保持高速增长 .....	13
3.3. 营销费用：在线教育获客成本提升、赛道竞争激烈，行业整体销售费用率提升至 50% 以上 .....	13

## 图表目录

图 1：跟谁学营收及增速 .....	4
图 2：跟谁学净利润及增速 .....	4
图 3：跟谁学 non-gaap 利润情况 .....	4
图 4：跟谁学净经营现金流及增速 .....	4
图 5：跟谁学盈利能力 .....	5
图 6：跟谁学费用率情况 .....	5
图 7：跟谁学营收构成（亿元）及增速 .....	6
图 8：跟谁学 K12 业务营收占比逐步提升 .....	6
图 9：跟谁学递延收入及增速 .....	6
图 10：跟谁学注册付费用户数量及增速 .....	7
图 11：跟谁学 K12 注册用户（万人）增速领先 .....	7
图 12：跟谁学现金收入及增速 .....	7
图 13：跟谁学付费用户人均流水情况 .....	7
图 14：跟谁学付费用户 ARPU（每名用户贡献营收）情况 .....	7
图 15：跟谁学各季度营收及增速 .....	8
图 16：跟谁学各季度净利润 .....	8
图 17：跟谁学单季度 non-gaap 净利润情况 .....	8
图 18：跟谁学单季度 non-gaap 经营利润情况 .....	8
图 19：跟谁学各季度盈利能力 .....	9
图 20：跟谁学各季度费用率 .....	9
图 21：跟谁学各季度 K12 营收业务增速 .....	9
图 22：跟谁学各季度营收占比 .....	9
图 23：跟谁学 K12 业务现金收入及营收情况 .....	10
图 24：跟谁学各季度正价课人数（万人） .....	10
图 25：跟谁学各季度 K12 正价课人数（万人） .....	10
图 26：跟谁学客单价水平稳步提升 .....	11

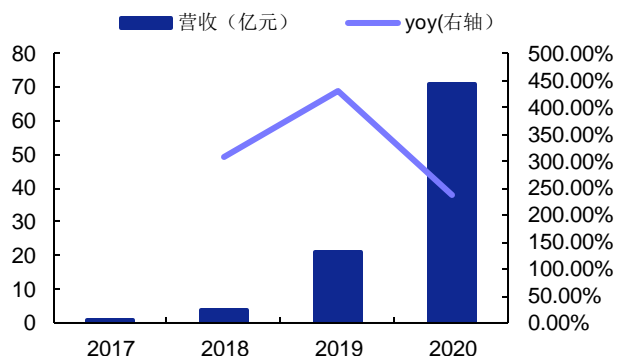
图 27：跟谁学各季度经营活动净现金流入.....	11
图 28：跟谁学各季度递延收入.....	11
图 29：在线教育公司营收（亿元）及增速对比.....	12
图 30：部分在线教育公司各季度 K12 业务营收对比（亿元）.....	12
图 31：部分在线教育公司 K12 业务营收增速对比.....	12
图 32：在线教育公司付费人数（万人）及增速对比.....	13
图 33：部分在线教育公司各季度付费人数对比（万人）.....	13
图 34：部分在线教育公司付费人数增速对比.....	13
图 35：在线教育公司销售费用率对比.....	14

## 1. 增长势头持续、由盈转亏主要系销售费用猛增

### 1.1. 2020 年营收超 70 亿元 (+236.9%)，由盈转亏主要系销售费用猛增

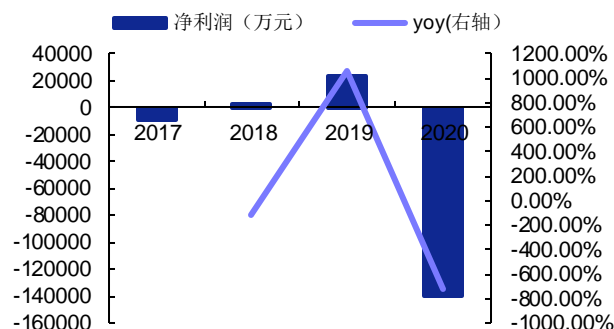
跟谁学 2020 财年全年实现营收 71.25 亿元，同比增长 236.9%；归母净亏损 13.93 亿元，实现由盈转亏。其中公司全年亏损的核心在于销售费用率增加明显。

图 1：跟谁学营收及增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

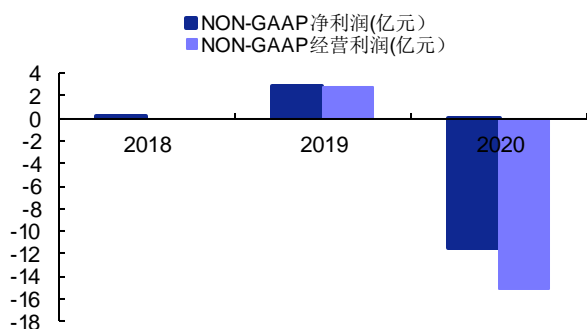
图 2：跟谁学净利润及增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

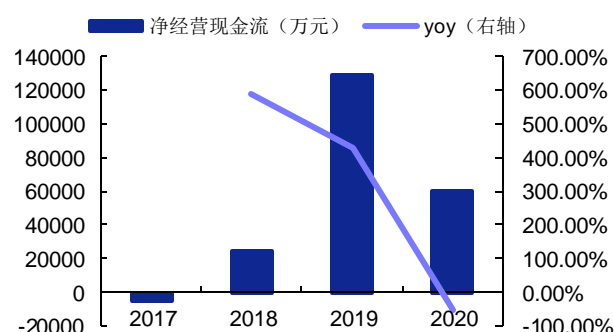
2020 年公司 non-gaap 净利润为 -11.54 亿元，净经营现金流仍为正值。疫情催化下在线教育需求增长明显，目前在线教育行业形成“融资—烧钱—获客成本升高—亏损—融资”的循环模式，多家公司加速融资进程。2020 年跟谁学经营净现金流入为 6.03 亿元，同比减少 6.818 亿元。其中在线教育已经进入了一个需要精细化运营并深耕细作的时代，跟谁学于 2020 年 12 月 9 日完成了 8.7 亿美金股权融资，拥有了匹配运营效率的充足现金储备。

图 3：跟谁学 non-gaap 利润情况



资料来源：wind，安信证券研究中心

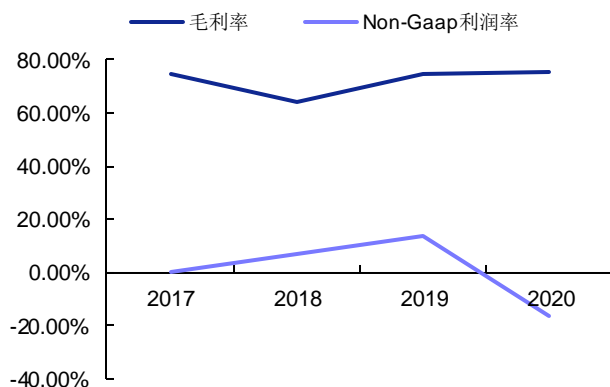
图 4：跟谁学净经营现金流及增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

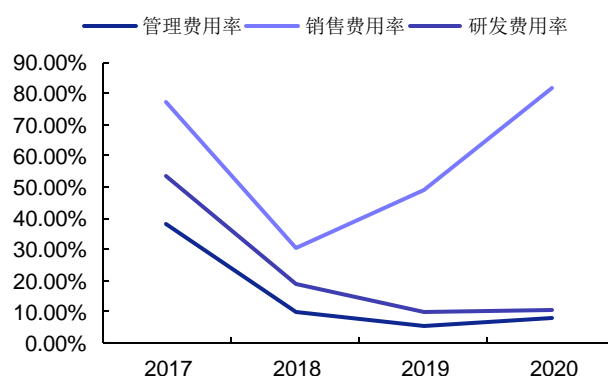
2020 年销售费用率升至 81.6%，主要源于为了扩大用户规模及提高品牌知名度所增加的市场推广费用，研发费用率为 10%。跟谁学 2020 财年销售费用从上年同期的 10.4 亿元人民币增至 58.1 亿元，主要源于为了扩大用户规模及提高品牌知名度所增加的市场推广费用，以及销售和营销人员薪酬的增长，2020 年销售费用率为 81.6%；2020 年，跟谁学的研发费用为 7.3 亿，较去年同期 2.12 亿元人民币增长 246.1%，研发费用率为 10%。

图 5：跟谁学盈利能力



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 6：跟谁学费用率情况



资料来源：wind，安信证券研究中心

## 1.2. 核心 K-12 在线大班课连续三年增速超过 3.5 倍，递延收入 27.34 亿元

跟谁学主营业务有三块：（1）K12 在线辅导；（2）外语，职业考试以及兴趣课程；（3）其他服务（目前主要为 2B 业务）。

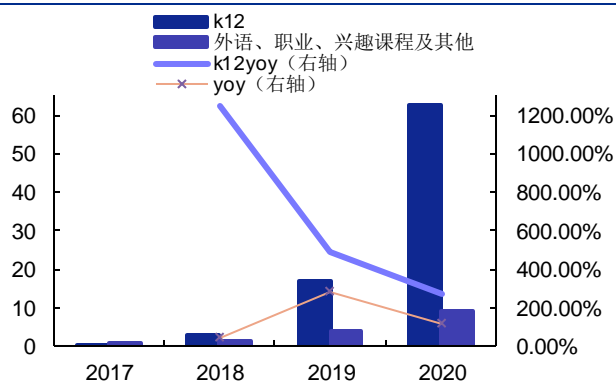
其中 2014 年 6 月跟谁学成立，起家 O2O 业务，平台补贴缩减后，延伸至 2B 业务，变现方式是向平台老师和机构收取会员费、流量费；2017 年 2B 业务被拆分，收入贡献比从 2017 年的 71.43% 下滑至 2019 年的 1.42%；2017 年 7 月跟谁学上线 K12 业务，重心逐渐转向 K12 在线大班课程，业务收入贡献比持续提升。

2020 年 10 月，跟谁学将旗下所有 K12 业务集中到高途课堂品牌，把“高途课堂”和“跟谁学”两大品牌原 K12 业务的主讲名师、辅导老师、教育教研体系全面融合和打通，为数百万学员提供全新的一站式教学服务，以实现进一步的聚焦战略，形成更大的品牌合力，为广大中小學生提供更好的学习服务。

调整过后，跟谁学按照 K12 业务、成人业务、少儿教育业务三大板块，整合成为三大产品品牌：专注 K12 业务的高途课堂、专注成人业务的跟谁学、专注 3-8 岁少儿教育的小早启蒙，三大业务品牌分别聚焦不同细分人群和市场。调整后，跟谁学减少了在两个 K12 品牌上对教研、产品、研发、投放等方面的重复投入，组织和运营效率进一步提升。

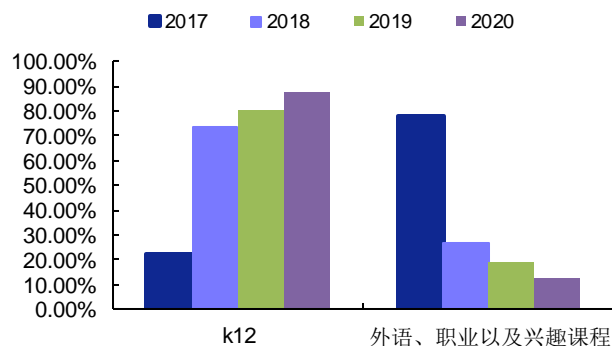
核心 K-12 在线大班课业务全年收入为 62.4 亿元，实现 265.5% 的同比增长，连续三年增速超过 3.5 倍，2020 年 k12 业务占比达到 87.54%，成为跟谁学收入增长引擎。2020 年公司 K12 在线课程收入为 62.37 亿元，同比增长 265.5%，营收占比从 2019 年的 80.69% 升至 87.54%。

图 7：跟谁学营收构成（亿元）及增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

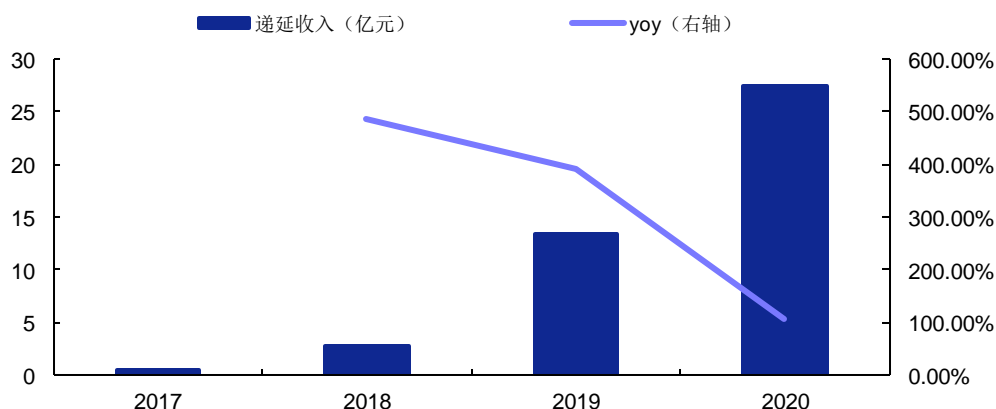
图 8：跟谁学 k12 业务营收占比逐步提升



资料来源：wind，安信证券研究中心

2020 年递延收入为 27.34 亿元，同比+104.4%，预示跟谁学的下一季度增长埋有伏笔。教育公司多采用预收方式，课程一般进程到某一程度才能确收，递延收入规模在一定程度上反映下个季度的业绩状况。2020Q4 跟谁学的递延收入为 27.34 亿元，其中绝大多数都会在下季确认为收入。

图 9：跟谁学递延收入及增速



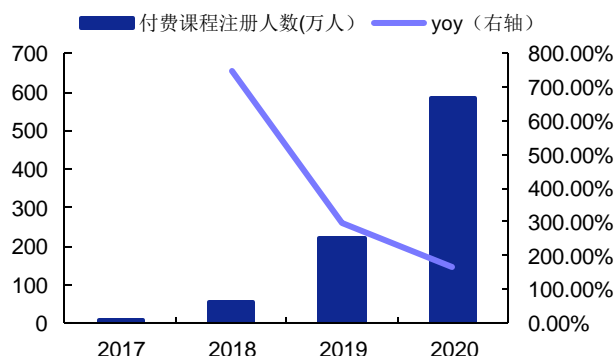
资料来源：wind，安信证券研究中心

### 1.3. 量价齐升稳步实现，2020 年 k12 正价课付费人次达 542.9 万 (+177.3%)

在公司多渠道持续拉新的刺激下，2020 年正价课付费人次达 587.1 万，同比增长 168.4%。其中，K12 在线课程正价课付费人次达 542.9 万，同比增长 177.3%；k12 付费人数占比达到 92.47%。

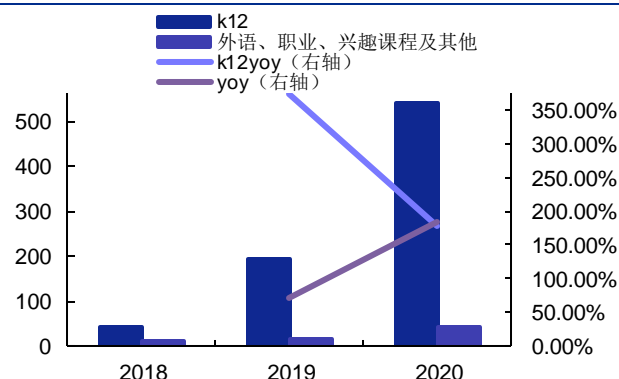


图 10：跟谁学注册付费用户数量及增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

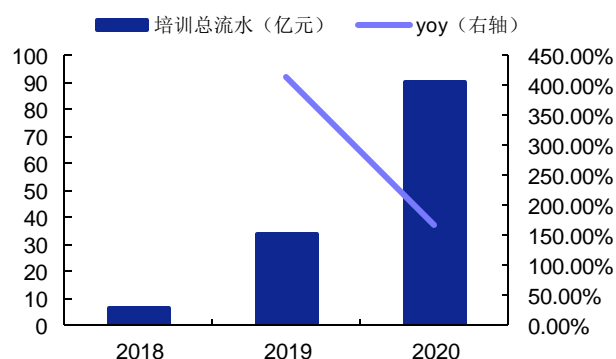
图 11：跟谁学 k12 注册用户（万人）增速领先



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

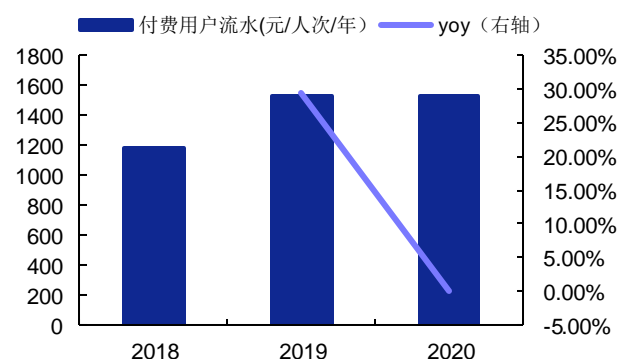
截止到 2020 年 12 月 31 日，跟谁学 2020 财年全年实现现金收入 90.07 亿元，同比增长 168.22%，对应付费用户现金收入为 1534 元/人/年。

图 12：跟谁学现金收入及增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

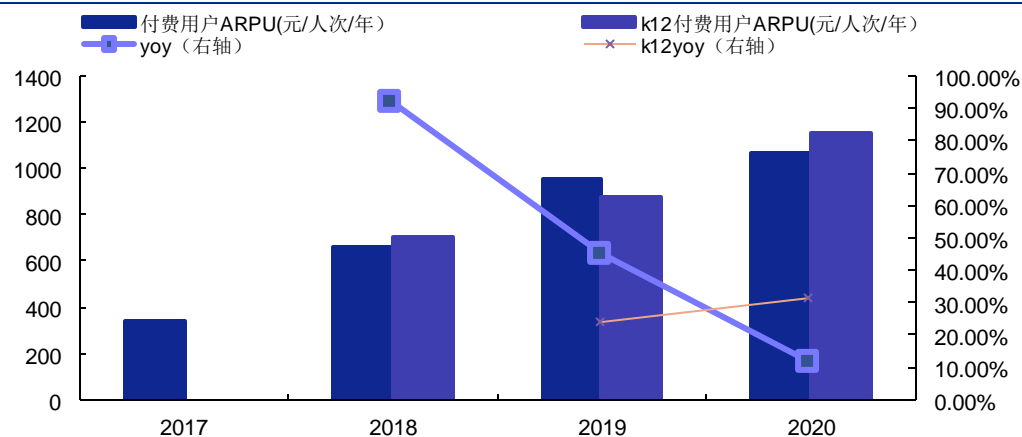
图 13：跟谁学付费用户人均流水情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

价格端上，公司付费用户 ARPU 保持稳定的增长，2020 年整体付费用户和 k12 付费用户 ARPU 分别为 1062/1149 元，其中 k12 付费用户 ARPU 增长 31.54%，增速领先。

图 14：跟谁学付费用户 ARPU（每名用户贡献营收）情况



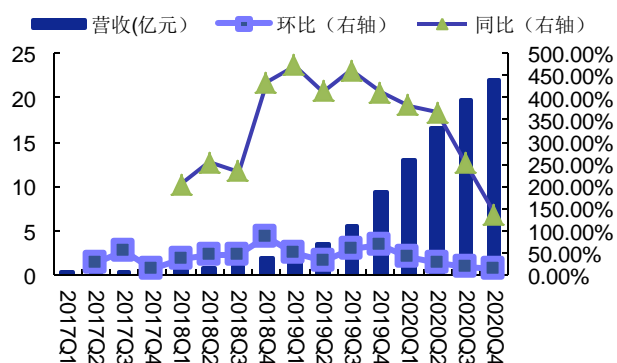
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 2. 品牌聚焦首季成效渐显，运营现金流归正

### 2.1. 营收再创新高

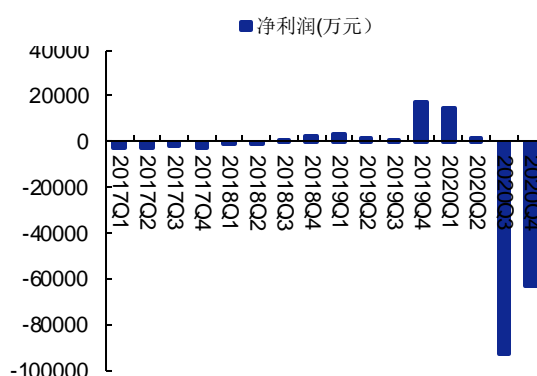
跟谁学 2020 年 Q4 收入达 22.11 亿元，同比增长 136.5%，主要驱动因素为 K-12 正价课付费人次的增长；净亏损 6.27 亿元，去年同期为净利润 1.745 亿元；Non-GAAP 净亏损 5.544 亿元，去年同期为净利润 1.978 亿元。

图 15：跟谁学各季度营收及增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

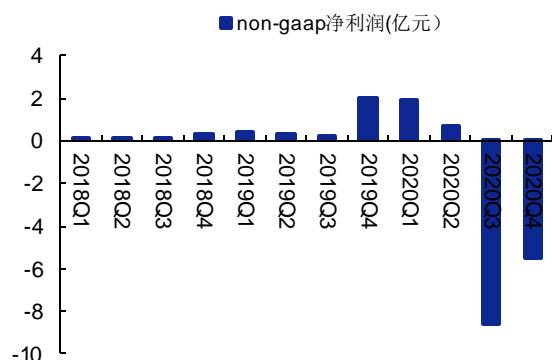
图 16：跟谁学各季度净利润



资料来源：wind，安信证券研究中心

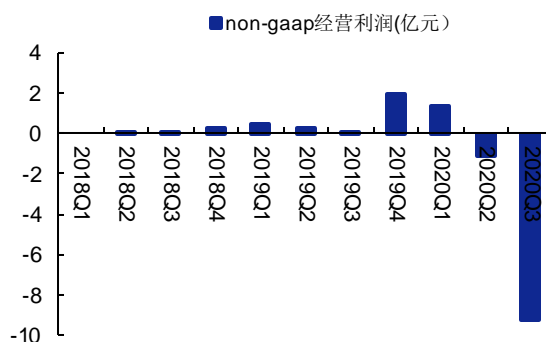
纵观跟谁学的亏损，继 8 个季度持续盈利后，跟谁学已连续两次出现归母净亏损，目前两个季度的亏损规模远高于过去 8 个季度归母净盈利总和。其中 2020Q2 净利润仍同比增长 133% 达到 7271 万元，但营业亏损高达 1.61 亿元，其中营业利润的由盈转亏主要是在市场营销活动方面的大力投入，以扩大流量增长及加强品牌认知；2020 财年 Q3 跟谁学净亏高达 9.325 亿元，首次出现季度亏损，主要系公司销售费用猛增至 20.56 亿元。

图 17：跟谁学单季度 non-gaap 净利润情况



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 18：跟谁学单季度 non-gaap 经营利润情况



资料来源：wind，安信证券研究中心

2020Q4 跟谁学的销售和营销费用环比下降 13%左右，销售费用率为 81.34%。根据电话会，2021 年预计将减少从社交媒体平台获取客户的预算，并在一些新的渠道上加大投资，比如直播平台、直播带货，甚至线下渠道。

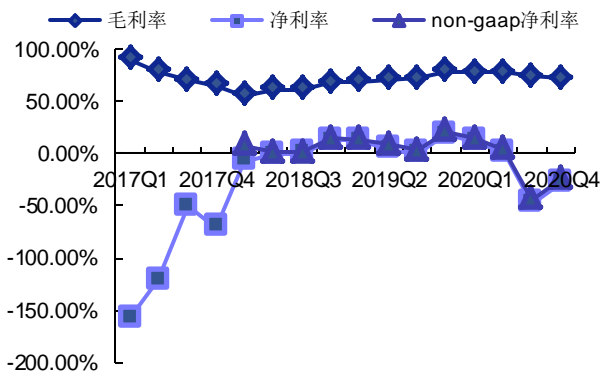
2020Q4 四季度跟谁学的研发费用达到 2.75 亿元人民币，环比增加 25%，较去年同期的 8350 万元人民币增长 229%。跟谁学公司在开发和升级教育内容和产品方面持续投入。同 2019 年末相比，课程内容研发团队的规模增长了超过四倍，带来了丰富的、符合本地学生的特色内容。2021 年公司将继续完善课程设置，开发教学内容、改善培训方案，以便实现更为有



效的教学结果。2021 年辅导老师的规模，将在目前的基础上增加 1 万多名。（公司业绩电话会）

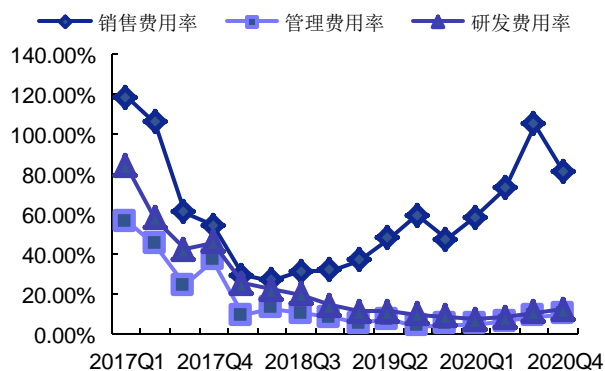
**2020Q4 毛利率略有下降，预计 2021 年维持在 70%左右。**四季度有三个主要因素共同导致毛利率水平较低。其中对于秋季学期的课程，公司为学生提供了第二轮短期课程，该课程的平均售价较低，期限较短、班级规模也较小；且四季度继续增加了对辅导老师的薪酬；除此之外降低学生与导师之间的比例，公司开始提供三次一对六的小班辅导课。展望 2021 年，全年的毛利率水平应该可以稳定在 70%左右。（公司业绩电话会）

图 19：跟谁学各季度盈利能力



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 20：跟谁学各季度费用率



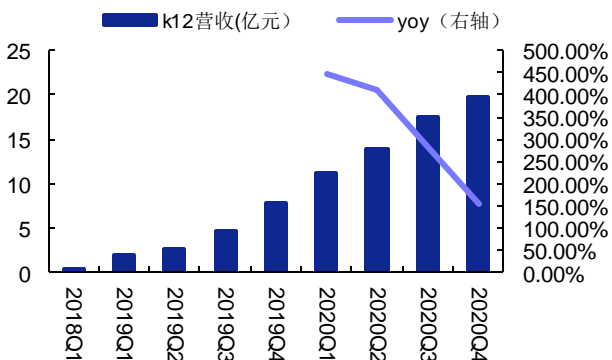
资料来源：wind，安信证券研究中心

## 2.2. 高途课堂占比达到 89.33%，品牌合并战略实施成效显著

2020Q4 为公司旗下“高途课堂”和“跟谁学”两大 K12 品牌业务合并后的第一季度，目前跟谁学旗下三大产品品牌：专注 K12 业务的高途课堂、专注成人业务的跟谁学、专注 3-8 岁少儿教育的小早启蒙。

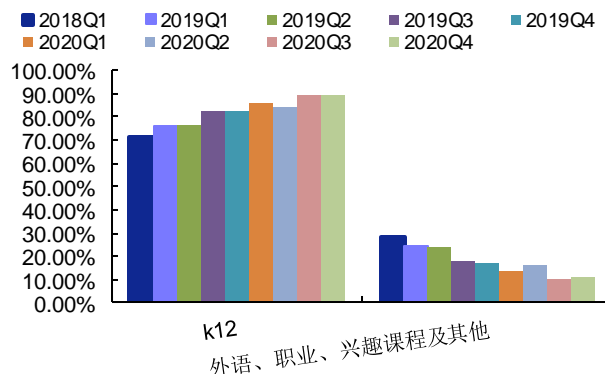
**2020Q4 季度跟谁学 K12 业务即高途课堂收入为 19.75 亿元、增速达 155.6%，品牌合并战略效果显现。**K12 在线课程收入为 19.75 亿元，同比增长 155.6%，占公司全部收入的 89.33%，从 2020 年第四季度开始，跟谁学降低了信息流投放量，进而探索更多的获客方式，包括线下获客，直播带货和短视频等，私域流量的方式再次回归。除此之外，跟谁学成人业务线的团队搭建已经基本完成了，2021 年下半年或有高速增长。

图 21：跟谁学各季度 k12 营收业务增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

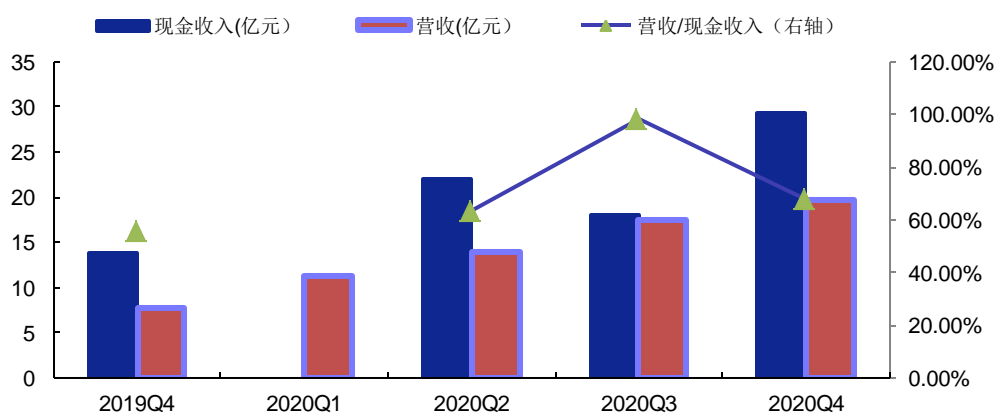
图 22：跟谁学各季度营收占比



资料来源：wind，安信证券研究中心

2020Q4K12 在线课程的现金收入为 29.23 亿元人民币，同比增长 109.8%，占公司全部现金收入的 92.90%。

图 23：跟谁学 k12 业务现金收入及营收情况

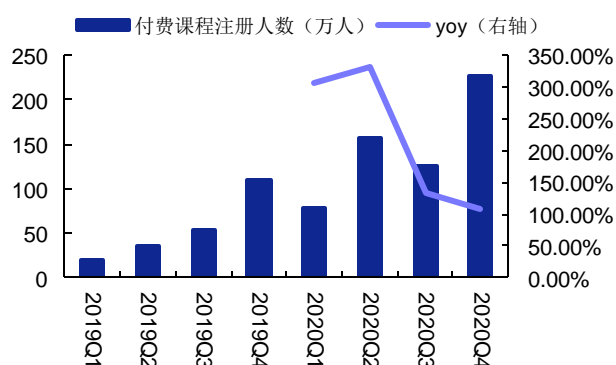


资料来源：公司财报，安信证券研究中心

### 2.3. “在线直播大班课”可持续性获验证？

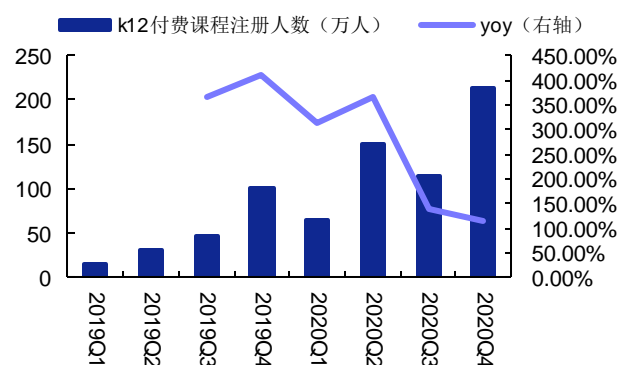
2020Q4 跟谁学 K-12 正价课付费人次达到 213.9 万，同比增长 112.8%，新获客及续班的学生人次均有大幅增长。新获客人次的增长主要受益于行之有效的销售与市场活动；续班人次的增长主要是由于公司的高质量教学以及不断优化的服务体验。

图 24：跟谁学各季度正价课人数（万人）



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

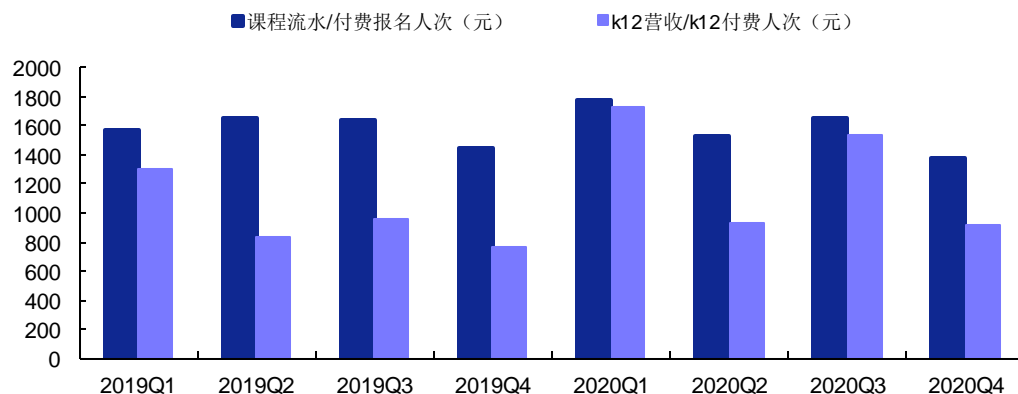
图 25：跟谁学各季度 k12 正价课人数（万人）



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

跟谁学客单价水平稳步提升，其中 2020Q4 跟谁学付费用户现金收入为 1383 元，k12 付费用户营收为 923 元/人。

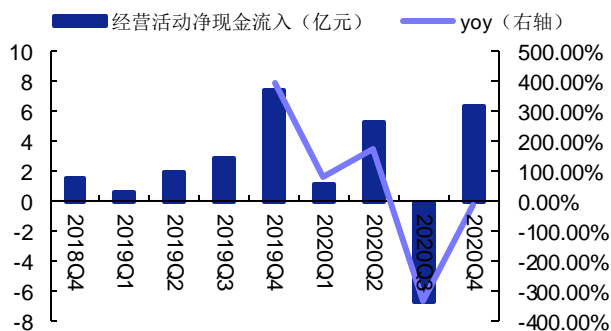
图 26：跟谁学客单价水平稳步提升



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

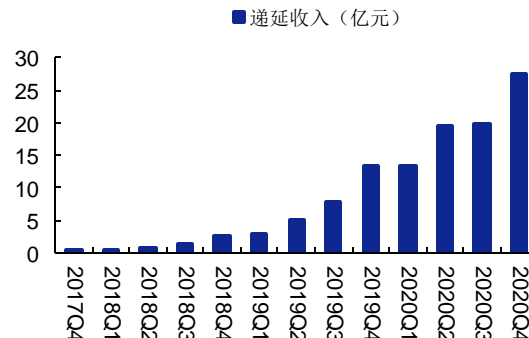
2020 年第四季度，跟谁学经营净现金流入约为 6.36 亿元人民币，在持续投入的同时实现经营净现金流转正，“在线直播大班课”模式的可持续性获得逐步验证。除此之外，公司 2020Q4 递延收入为 27.34 亿元，为后续业绩成长奠定基础。

图 27：跟谁学各季度经营活动净现金流入



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

图 28：跟谁学各季度递延收入



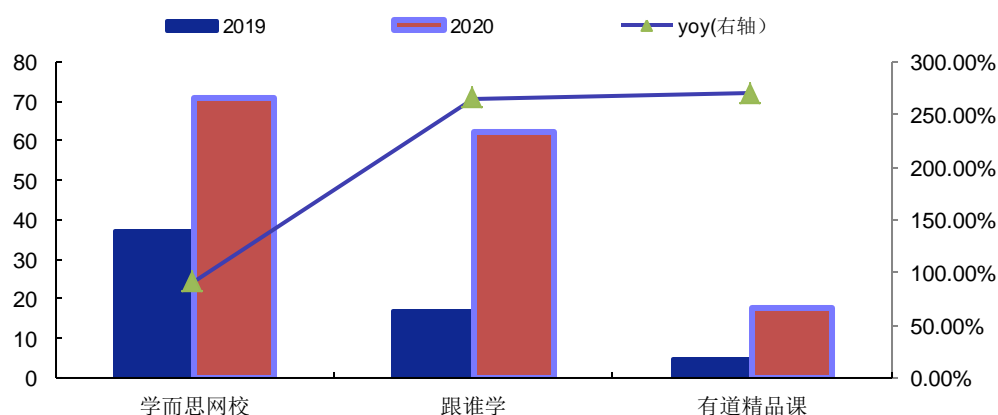
资料来源：公司财报，安信证券研究中心

### 3. 跟谁学逐步追赶学而思网校、赛道竞争激烈

#### 3.1. 竞争格局：跟谁学逐步追赶学而思网校，二者营收 50 亿元+、差距逐步缩小

行业格局上，跟谁学逐步追赶学而思网校、差距逐步缩小，学而思网校>跟谁学（均大于 50 亿元）>有道。我们对于学而思网校的报告期进行统一调整，其中学而思网校截止 2020 年 11 月 30 日营收为 70.97 亿元、高于跟谁学的 62.37 亿元，跟谁学凭借快速的业绩增速正在加速追赶学而思网校，二者差异正逐步缩小。网易有道 2020 年精品课营收为 17.49 亿元、同比增长 269.77%。

图 29：在线教育公司营收（亿元）及增速对比

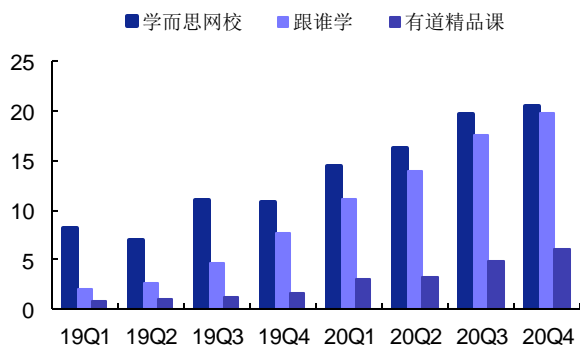


资料来源：各公司公告，安信证券研究中心注：

1) 学而思网校 2020 年 (1201-1130) 对应跟谁学和有道的 (0101-1231)、报告期不完全一致；2) 有道为精品课营收，跟谁学为 K12 业务

纵观各个季度，跟谁学、有道营收增速大于学而思网校，跟谁学正在加速追赶学而思网校，其中最新财报季二者营收差距进一步缩短，学而思网校营收为 20.59 亿元、跟谁学为 19.75 亿元。

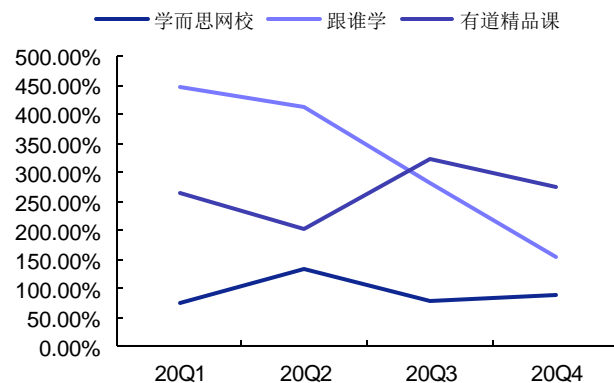
图 30：部分在线教育公司各季度 K12 业务营收对比（亿元）



资料来源：各公司财报，安信证券研究中心 注：

1) 学而思网校 Q3 (0901-1130) 对应跟谁学和有道的 Q4 (1001-1231)、报告期不完全一致；2) 有道为精品课营收，跟谁学为 K12 业务

图 31：部分在线教育公司 K12 业务营收增速对比



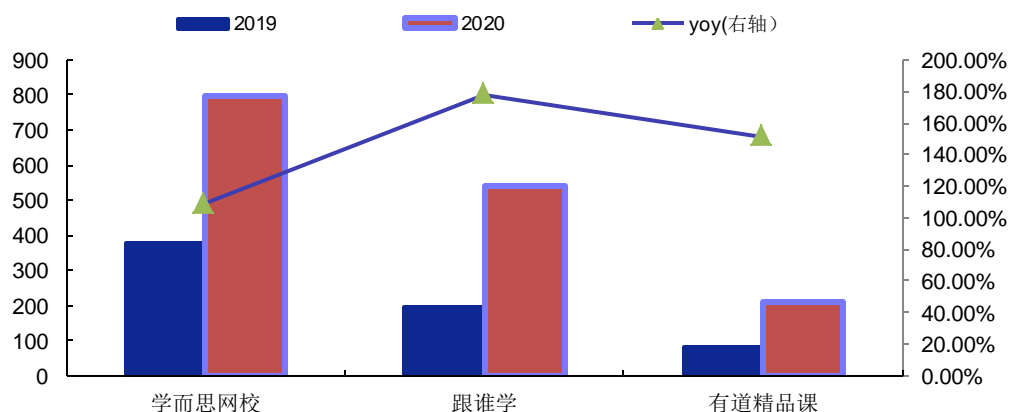
资料来源：各公司财报，安信证券研究中心 注：

1) 学而思网校 Q3 (0901-1130) 对应跟谁学和有道的 Q4 (1001-1231)、报告期不完全一致；2) 有道为精品课营收，跟谁学为 K12 业务

### 3.2. 运营情况：受益于行业景气度提升，付费人数保持高速增长

学而思网校截止 2020 年 11 月 30 日，共计 795.15 万人、居于行业首位；跟谁学 k12 付费人次为 542.9 万人、同步增长 177.84%；有道精品课付费人次为 209.69 万人，同比 151.61%。

图 32：在线教育公司付费人数（万人）及增速对比

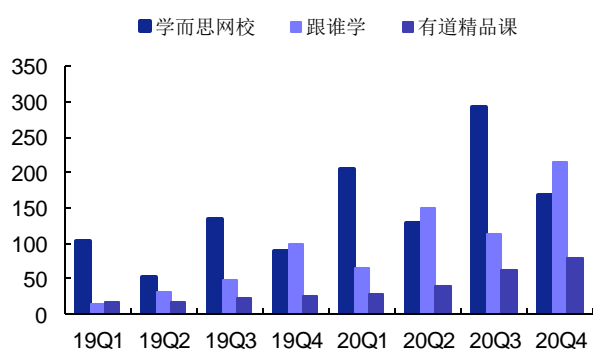


资料来源：各公司公告，安信证券研究中心注：

1) 学而思网校 2020 年 (1201-1130) 对应跟谁学和有道的 (0101-1231)、报告期不完全一致；2) 有道为精品课，跟谁学为 k12 业务

受益于疫情加速在线教育渗透，2020 年各个季度付费用户人数保持快速增长，其中 2020Q3、Q4 增速达到 100% 以上，在线教育公司大幅营销投入、经营成效逐步显现，同时获客成本也在提升。

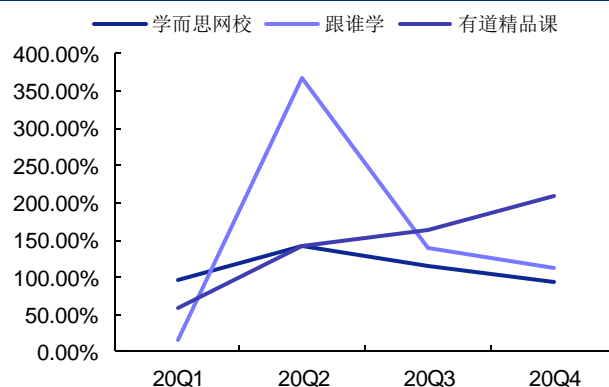
图 33：部分在线教育公司各季度付费人数对比（万人）



资料来源：各公司财报，安信证券研究中心 注：

1) 学而思网校 Q3 (0901-1130) 对应跟谁学和有道的 Q4 (1001-1231)、报告期不完全一致；2) 有道为精品课，跟谁学为 k12 业务

图 34：部分在线教育公司付费人数增速对比



资料来源：各公司财报，安信证券研究中心 注：

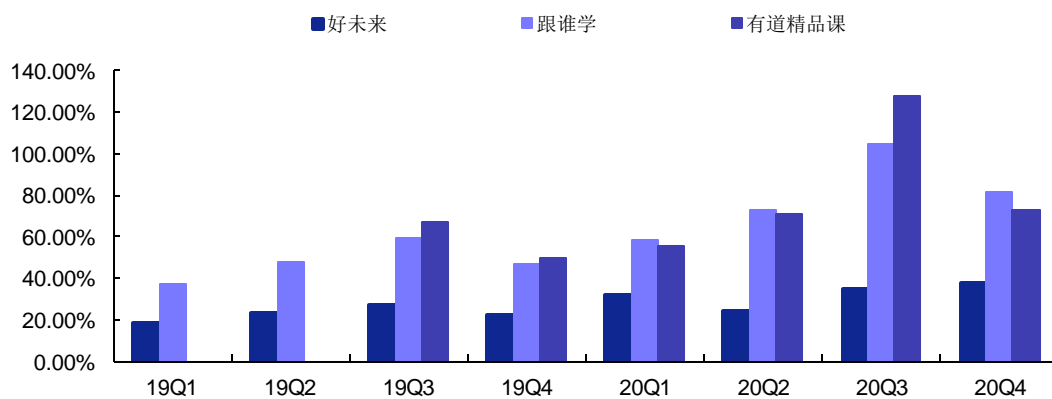
1) 学而思网校 Q3 (0901-1130) 对应跟谁学和有道的 Q4 (1001-1231)、报告期不完全一致；2) 有道为精品课营收，跟谁学为 k12 业务

### 3.3. 营销费用：行业整体销售费用率提升至 50% 以上

在线教育机构以低价课、免费课等形式抢占市场，行业内实施“烧钱获客”，目前在线教育公司营销费用增长明显，特别是在寒暑假招生季度增长更甚。从上市公司财报看，部分公司销售费用率可达到 100% 以上、行业整体上升明显、获客成本提升。除此之外，在线教育公司将费用投入到研发费用中。“烧钱”模式下使得在线教育公司资金和现金流压力大，上市

公司筹备资金、一级市场加速融资特征显现。随着在线教育赛道竞争加速,后续需关注资金、现金流、营收增速以及付费人数等核心运营指标。

图 35: 在线教育公司销售费用率对比



资料来源: 各公司公告, 安信证券研究中心注: 好未来 Q3 (0901-1130) 对应跟谁学和有道的 Q4 (1001-1231), 报告期不完全一致



## ■ 分析师声明

诸海滨、黄杨璐声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## ■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
北京联系人	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓莹	北京区域销售副总监	18511841987	liuqx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034