

# 君合专题研究报告



2019年11月4日

## 国内培训机构资本运作的路径及发展建议

十一假期刚结束，网上就传出“有良心的韦博英语员工”贴出的公告，称老牌英语培训机构韦博英语将宣布破产，引起广泛关注。又一家培训机构因为资金链断裂垮了，这次伴随而来的还有“教育贷”的问题，涉及的主体有交通银行、广发银行、招联消费金融、百度和京东等。很多人想不通，培训机构都是收费在前服务在后，按道理现金流充足，为什么每次出事都是同一个原因？其实培训机构用钱的地方挺多，包括传统的日常运营、师资报酬、旧店提升、新店开设、市场开拓等，而且新民促法颁布以来关于培训机构的新规频出，专项治理活动导致培训机构的合规成本远远大于往常。

培训机构生存和发展所需要的钱可以从哪儿来，这些融资方式分别有何要求，对于培训机构未来的持续发展有何影响，这是本文要探讨的主要内容。

### 一、国内培训机构概况

目前国内各类培训机构众多，按照不同的标准可以有不同的划分。例如：

**按培训内容来分**，可以分为校外课程类培训（语、数、英、物理、化学、生物等）、素质类培训（语言、艺术、美术、体育、科技等）以及职业资格和职业能力培训；

**按培训对象来分**，可以分为婴幼儿照护、学前教育、中小学课外培训及成人培训；

**按培训形式来分**，可以分为线上培训和线下培训。

随着家庭可支配收入水平的提高、二胎政策的实行、加强综合素质培养的需求增大，培训机构市场不断扩容，规模巨大。虽然我们很难统计出培训机构的具体数字，但仅以中小学课外培训为例，根据行业顾问 Frost & Sullivan（弗若斯特沙利文）报告，于 2014 年至 2018 年期间，中国的 K12 课后教育服务收益由 2014 年的 3,318 亿元增加至 2018 年的 5,064 亿元，复合年增长率为 11.1%，预期到 2023 年将达到 8,194 亿元。

根据德勤的研究报告，K12 课外辅导市场主要企业收入对比如下：

| 上市公司        | 2018财年营业收入（亿元） | 同比增长（%） |
|-------------|----------------|---------|
| 新东方         | 157.0          | 36.0    |
| 好未来         | 108.6          | 64.4    |
| 紫光学大（原学大教育） | 28.9           | 2.9     |
| 精锐教育        | 28.6           | 39.1    |
| 昂立教育        | 21.0           | 21.6    |
| 卓越教育        | 14.8           | 28.7    |

信息来源：wind，德勤研究

## 二、国内培训机构资本运作的路径

整体而言，培训机构的资本运作路径可分为股权融资、债务融资和结构化融资。不同的融资渠道对于培训机构而言各有优缺点。

### (一) 股权融资

股权融资主要包括境内外上市（挂牌）及投资并购两种形式，主要的优点在于可以增加培训机构的总资产，不增加负债，但是新的投资人必然会分享培训机构的部分管理权和利润。

## 1. 股权融资之上市(挂牌)

目前教育行业公司主要在美国纽交所、香港联交所上市，部分在 A 股上市或新三板挂牌。但由于新三板对投资者的门槛高，交易量不足，流动性不高，后续融资困难，所以很多大型的教育机构并不会首选新三板，有些登录了新三板的教育行业公司也会选择被 A 股公司收购。以下是培训机构上市及挂牌的部分案例。

| 美国纽交所上市部分案例  |  |
|--|--|
| <b>新东方</b><br>(2006.9.7 上市, 首家海外上市的教育培训机构)   | <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ K12 全学科课后教育</li> <li>➤ 语言培训</li> <li>➤ 发展线上教育平台新东方在线</li> </ul> |
| <b>好未来(学而思)</b><br>(2010.10.20 上市)   | <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 线下 K12 教育培训机构</li> <li>➤ 线上教育 APP</li> </ul>                    |
| <b>紫光学大(学大教育)</b><br>(2010.11.2 上市, 2016 年私有化退市, 借道银润投资重回 A 股更名为紫光学大, 2017 年 5 月拟出售学大教育失败, 2017 年 10 月拟收购中概股软通动力失败, 后拟卖壳给天山铝业失败) | <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ K12 全学科课外辅导</li> <li>➤ 智能辅导平台 e 学大</li> </ul>                   |
| <b>51Talk</b><br>(2016.6.10 上市, 在线教育海外第一股)   | <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 外语培训(未来主做 K12)</li> </ul>                                       |
| <b>精锐教育</b><br>(2018.3.28 上市, 曾拟在 A 股上市)   | <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 高端 K12 课外培训</li> <li>➤ 精锐教育 APP</li> </ul>                      |
| <b>流利说</b><br>(2018.9.27 上市)<br>*君合作为承销商摩根士丹利和高盛的中国律师  | <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 在线英语教学和评估</li> </ul>  |
| 香港联交所上市部分案例  |  |
| <b>天立教育</b><br>(2018.7.12 上市)  | <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 主要举办 K12 学校, 辅以 K12 学生及学前班儿童的培训</li> </ul>                      |

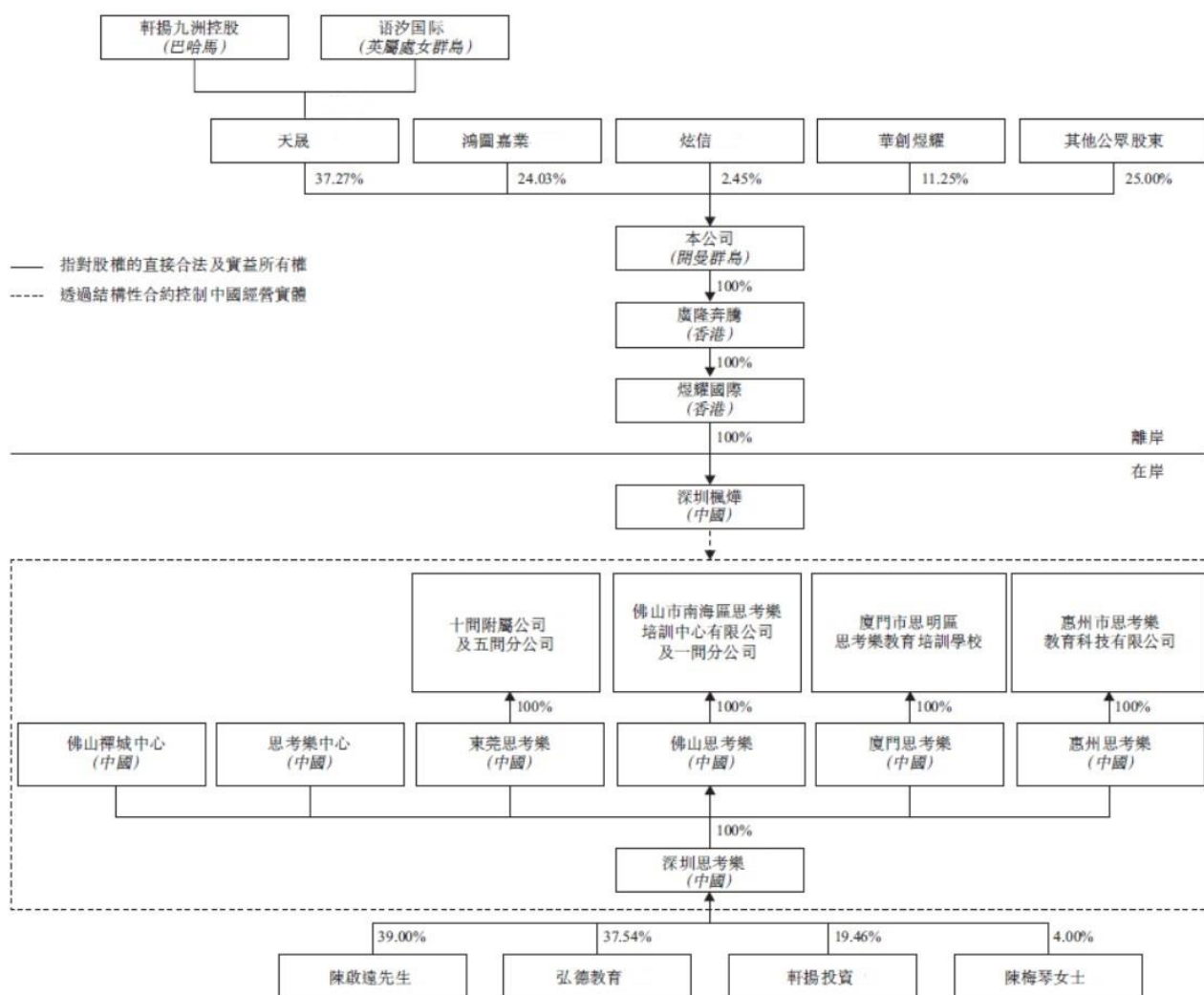
|   |  |
|---|--|
| <b>卓越教育</b><br>(2018.12.27 上市, 首家香港上市的 K12 课外教育服务商)   | <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 学科类培训、素质类培训、全日制备考</li> <li>➢ 2019 年 9 月刚公告的中期报告公布将探索在线教育及寻求选择性战略联盟及收购</li> </ul>                |
| <b>新东方在线</b><br>(2019.3.28 上市)  | <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 大学教育: 大学考试备考、海外备考、英语学习</li> <li>➢ K12 教育: 小学至高中校外辅导课程、高考备考</li> <li>➢ 学前教育</li> </ul>           |
| <b>中国东方教育</b><br>(2019.6.12 上市, 港股职业技能培训第一股, 全球规模最大的教育行业企业 IPO, 中国东方教育是中国最大的职业技能教育提供商)<br>*君合作为保荐人法巴的中国律师 | <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 烹饪技术、信息技术及互联网技术和汽车服务三大主要领域 (东方烹饪、新华电脑、万通汽车等)</li> </ul>   |
| <b>思考乐教育</b><br>(2019.6.21 上市)<br>*君合作为保荐人中信里昂的中国律师   | <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 学业备考 (小学至高中)</li> <li>➢ 初阶小学素质教育 (一至三年级)</li> <li>➢ 开发思考乐网校 APP, 提供免费辅导视频及数字材料</li> </ul>       |
| <b>境内 A 股上市部分案例</b>   |  |
| <b>全通教育</b><br>(2014.1.21 深交所创业板上市, A 股在线教育第一股)   | <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 专注于 K12 基础教育教师的继续教育培训服务</li> </ul>  |
| <b>中公教育</b><br>(2019 年 2 月 21 日, 深交所中小板上市, 借壳亚夏汽车)  | <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 职业教育 (公务员招录考试培训、事业单位招聘考试培训、教师招录考试培训等)</li> </ul>  |
| <b>龙门教育</b><br>(2016.8.22 新三板挂牌, 卖身 A 股上市公司科斯伍德, 拟终止新三板挂牌)  | <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 面向复读生、初高中应届生提供“两季三训”的全封闭培训、K12 课外培训及教学软件、课程销售</li> <li>➢ 增设素质教育、综合大课堂、学业规划与职业启蒙等增值服务</li> </ul> |
| <b>海伊教育</b><br>(2016.1.5 新三板挂牌)   | <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 专业从事小学作文课外教育培训的服务企业</li> </ul>  |

中公教育借壳亚夏汽车于 2019 年 2 月 21 日在深交所重组上市, 这是 A 股第一家公考培训上市公司, 似乎显示 A 股市场培训机构上市环境有宽松迹象, 但 A 股上市审核严格、条件高、时间长、政策不稳定仍然会成为主要的限制因素。例如启德教育试图借壳神州数码失败, 华图教育多次试图借壳及上市均告失败, 近期借壳山鼎设计方上市在即。

教育企业趋向于在境外上市的原因之一是教育企业很多涉及民办非企业法人属性及非营利定位。因此, 在美国、香港上市成为国内教育企业的首选。但是, 并不等于教育企业在美国或香港上市就没有任何限制条件。

目前很多教育企业采取 VIE 架构在香港联交所上市，根据香港联交所的要求，VIE 架构的搭建并非一项“选择”，而是仅限于解决外资拥有权的限制且需要符合一系列条件方可采用，换言之，能采用股权架构直接持有的股权，就不能通过 VIE 架构来

控制（当然，个别案例例如同一家公司的确无法分别使用股权架构及 VIE 架构控制的除外）。以思考乐为例，思考乐在香港联交所上市采取的就是 VIE 架构，其上市架构如下：



思考乐为什么必须采取 VIE 形式在香港上市？

《外商投资准入特别管理措施（负面清单）》并未明确禁止或限制外商投资企业经营 K12 课后辅导服务，但特别规定，未列出的文化、金融等领域与行政审批、资质条件、国家安全等相关措施，按照现行规定执行。

《中外合作办学条例》规定，中外合资企业经营的教育机构的外国投资者需为符合相关条件及具备优质教育资源的外国教育机构；外国教育机构、其他组织或者个人不得在中国境内单独设立以中

国公民为主要招生对象的学校及其他教育机构；在市场监督管理部门登记注册的经营性的中外合作举办的培训机构的管理办法，由国务院另行规定；外国教育机构同中国教育机构在中国境内合作举办以中国公民为主要招生对象的实施学历教育和自学考试助学、文化补习、学前教育等的合作办学项目的具体审批和管理办法，由国务院教育行政部门制定。《关于鼓励和引导民间资金进入教育领域促进民办教育健康发展的实施意见》规定，中外合作办学机构中境外资金的比例应低于 50%。

鉴于上述规定，思考乐在上市之前向广东省教育厅及厦门市教育局就有关问题进行了咨询，得到答复要点如下：

➤ 在中国经营教育机构的外国投资者(包括以民办非企业单位或企业实体的形式提供 K12 课后教育服务) 必须遵守《中外合作办学条例》，必须通过以中外合作办学机构的形式经营相关教育机构；

➤ 外资所有权限制及资质要求适用于广东省及福建省厦门市的中外合作办学机构；

➤ 广东省教育厅或厦门市教育局尚无批准以民办非企业单位或企业实体的形式提供 K12 课后教育服务的中外合作办学机构的先例；

➤ 广东省教育厅或厦门市教育局不会批准设立提供 K12 课后教育服务的中外合作办学机构，除非中外合作办学条例修改或日后有颁布相关的实施办法或具体指引；

➤ 广东省及福建省厦门市尚未出台关于根据《中外合作办学条例》成立提供 K12 课后教育服务的中外合作办学机构的实施办法和具体指引；

➤ 签署 VIE 协议(包括根据合约支付服务费) 并不需要取得中国教育部门的批准或备案，VIE 协议不会影响持有或续期已经取得的批准及许可。

由此我们可以看到，根据广东省教育厅及厦门市教育局的回复，在中国经营教育机构的外国投资者（包括以民办非企业单位或企业实体的形式提供 K12 课后教育服务) 必须遵守《中外合作办学条例》通过中外合作办学机构的形式经营相关教育机构，但该种形式目前未能得到审批设立，故而只能选择 VIE 形式在香港上市。寻求通过 VIE 形式在香港上市的培训机构，应提前咨询当地的教育主管部门关于《中外合作办学条例》对培训机构的具体适用。

然而，就在 2019 年 11 月 1 日，拟于 2020 年 1 月 1 日开始实施的《中华人民共和国外商投资法实施条例》已公布征求意见稿。其中，第三十五条“中国的自然人、法人或者其他组织在中国境外设立的全资企业在中国境内投资的，经国务院有关主管部门审核并报国务院批准，可以不受外商投资准入负面清单规定的有关准入特别管理措施的限制”如何适用，尤其是对教育行业的 VIE 架构是否会做出调整尚待确定。

## 2. 投资并购

根据德勤的研究报告，2018-2019 年上半年教育行业相关的投融资情况如下：

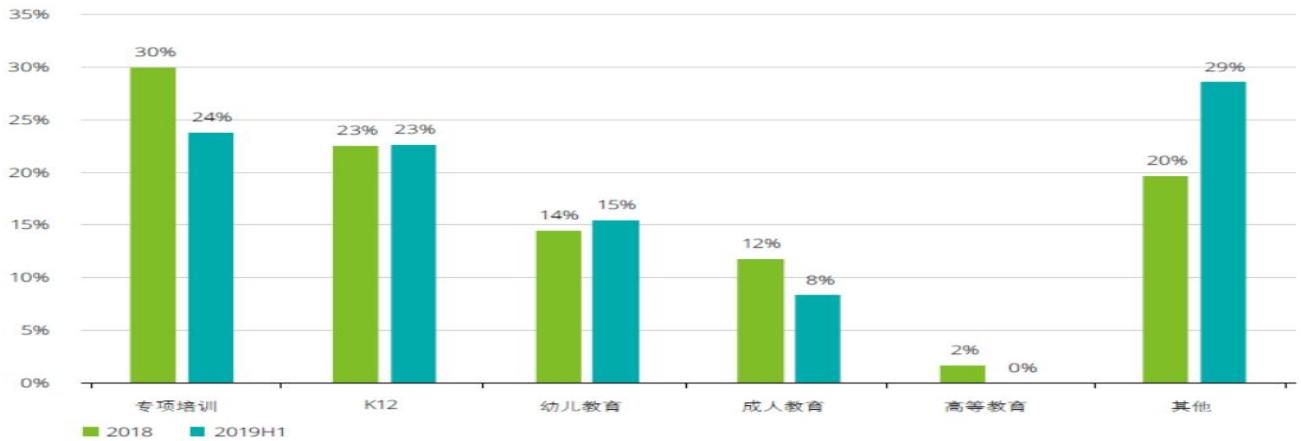
2018-2019 年上半年金额 Top 10 融资事件

| 企业简称  | 细分行业 | 交易金额（亿元） | 交易时间       | 投资方名称           |
|-------|------|----------|------------|-----------------|
| 作业帮   | K12  | 34       | 2018-10-02 | 软银集团            |
| 大米科技  | 语言培训 | 34       | 2018-06-21 | 云锋基金 红杉中国等      |
| 掌门1对1 | K12  | 24       | 2019-02-19 | CMC资本 中金甲子等     |
| 贞观雨科技 | K12  | 21       | 2018-12-25 | 腾讯科技 华平投资 IDG资本 |
| 华尔街英语 | 语言培训 | 21       | 2018-03-16 | 霸菱亚洲 中信资本       |
| 哒哒英语  | 语言培训 | 18       | 2019-01-16 | 华平投资 涌桦投资 好未来   |
| 三育教育  | 幼儿教育 | 17       | 2018-08-31 | 联想控股            |
| 一起作业  | K12  | 17       | 2018-03-20 | 中信产业基金 顺为资本 淡马锡 |
| 作业盒子  | K12  | 10       | 2019-05-30 | 阿里巴巴            |
| VIP陪练 | 素质教育 | 10       | 2018-11-02 | 老虎基金 腾讯科技等      |

信息来源：投中数据，德勤研究

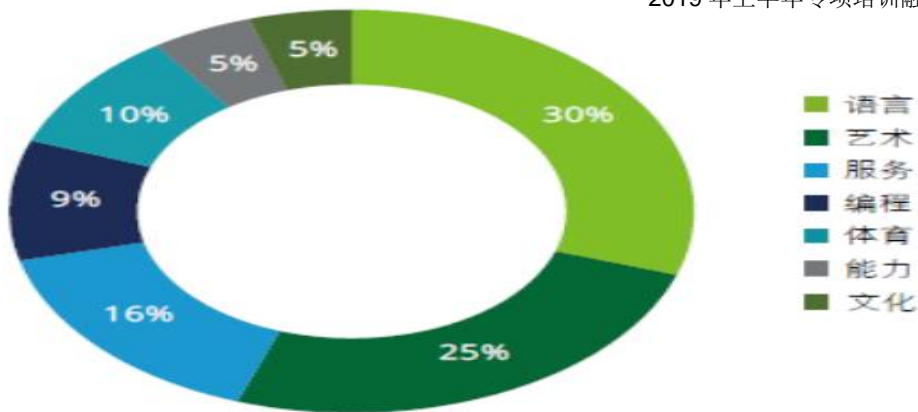


## 2018-2019 年上半年 VC/PE 投资细分市场占比



信息来源：投中数据，德勤研究  
注：成人教育包括职业培训、考研升学等面向成人的教育及相关服务。

## 2019 年上半年专项培训融资事件类型比例



信息来源：投中数据，德勤研究

可见专项培训是投资的重点赛道之一，尤其是占比较高的语言类及艺术类培训。

就市场上培训机构的投资并购，大致可以分为四种类型：

第一种类型属于来自非上市公司的同行之投资并购，用于扩大规模后上市，例如朴新教育通过“买买买”的形式 3 年并购 40 多家学校，2018 年 6 月 15 日实现美国纽交所上市。

第二种类型属于来自上市公司的同行之投资并购。

例如，首家香港上市的 K12 课外教育服务商卓越集团在 2019 年 9 月公告的中期报告公布将探索在线教育及寻求选择性战略联盟及收购。

21 世纪教育集团在 2019 年 8 月公告与中海软银投资管理有限公司订立战略合作协议，双方将共同设立一支总额为 30 亿元的基金，主要用于与素质教育有关的公司股权投资。受限于 2018 年 11 月出台的《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》——“民办园一律不准单独或作为一部分资产打包上市。上市公司不得通过股票市场融资投资营利性幼儿园，不得通过发行股份或支付现金等方式购买营利性幼儿园资产”，21 世纪教育变更了 IPO 募集资金用途，原计划收购及重塑第三方幼儿园品牌及扩张幼儿园网络的 1.73 亿港元募集资金，调整为用于投资、收购及重塑海内外职业教育、素质教育培训学校及专、本科院校品牌，并在年报中表示将终止扩张线下幼儿园，将以轻资产的形式开展面向 0-18 岁儿童及青少年的素质教育服务。

第三种类型属于来自上市公司的非同行之投资并购，例如早教并购第一案——三垒股份购买源自美国的儿童早教品牌美杰姆 100% 股权。

第四种类型属于来自机构投资者的纯财务投资，机构投资者通常期待培训机构在可预期的时间内实现上市目标。

## (二) 债务融资

债务融资的形式较多，除了最传统的金融机构贷款，还可以通过融资租赁、发债等方式筹措资金。优点在于可以依靠主体信用融资，但是资产增加的同时必然增加负债。

培训机构受限于其行业特点，大多为轻资产投资，故而通过传统的银行融资困难较大，但发债是值得关注的新型融资方式。2017 年 8 月，国家发改委新推社会领域产业专项债券，重点支持教育培训、健康、养老、文化、体育、旅游六大产业。

《社会领域产业专项债券发行指引》指出，社会领域产业专项债券，是指由市场化运营的公司法人主体发行（公立医疗卫生机构、公立学校等公益性主体除外），募集资金主要用于社会领域产业经营性项目建设，或者其他经营性领域配套社会领域产业相关设施建设的企业债券。其中，教育培训产业专项债券主要用于建设教育培训服务设施设备、提供教育培训服务、生产直接服务教育发展的教学教具产品的项目。

虽然教育培训产业专项债属于“鼓励类”债券，但教育培训产业专项债券还是属于企业债的范畴，所以发债还是有一定的门槛，对企业的评级要求也较高，普通的培训机构暂时很难达到标准。

目前，已有先例的是大型教育集团上市公司发债，例如君合担任发行人的境内法律顾问的博实乐教育 2019 年 7 月成功发行首只美元计价高级无抵押债券，规模达 3 亿美元，属民办教育融资渠道扩展到债券，成为首只中国民办教育企业在国际债券市场发行的债券。此次发行的债券不仅是亚洲第一笔公开发行的教育行业的美元债券，也是自 2018 年以来公开发行的全球教育行业规模最大的美元债券。

## (三) 结构化融资

通常我们说的结构化融资，指的是资产证券化，指发起人（也就是融资方）将缺乏流动性但能在未来产生可预见的稳定现金流的资产或资产集合出售给特殊目的载体（SPV），由其通过一定的结构安排，分离和重组资产的收益和风险并增强资产的信用，转化成由资产产生的现金流担保的流通证券，销售给金融市场上的投资者。在这个过程中，SPV 以证券销售收入偿付发起人的资产出售价款，以资产产生的现金流偿付投资者所持证券的权益。好处在于可以将企业特定资产未来产生的现金流提前打折变现用以融资，优化企业的资产负债表，但是该方式实现的前提和实际发行存在特定条件。

考虑到教育培训机构的总部和分支机构之间一般关系较松散，难以保证资金的归集，且培训没有一个相对完整的学制，尤其是目前新规对培训机构的收费周期进行了严格的限定，例如《关于规范校外线上培训的实施意见》规范面向中小學生、利用互联网技术实施的学科类校外线上培训活动，对于按课时收费的，每科不得一次性收取超过 60 课时的费用，按培训周期收费的，不得一次性收取时间跨度超过 3 个月的费用；《关于规范校外培训机构发展的意见》重点规范面向中小學生的语文、数学、英语及物理、化学、生物等学科知识校外培训，要求收费时段与教学安排应协调一致，不得一次性收取时间跨度超过 3 个月的费用，故而难以形成稳定的可期现金流。这些都限制了培训机构发行自己的资产证券化产品。

就目前实践看来，2016 年 11 月《民办教育促进法修正案草案》通过后仅有为数不多的民办学校发行了教育 ABS，例如“广州证券二十一世纪国际学校学费信托受益权资产支持专项计划”于 2017 年 2 月获上交所无异议函，该 ABS 项目以学校未来部分学费和住宿费作为基础资产，总发行规模 3 亿元；四川希望教育产业集团发行“西南交大希望学院信托受益权资产支持专项计划”，融资规模 6.23 亿元。

## 三、国内培训机构的发展建议

培训机构应该采取何种融资方式，在民促法新政背景下如何持续发展，从法律角度我们有如下建议：

### (一) 深入理解法律规定，密切关注政策动态

培训机构在运营时需注意日常经营的合法合规性，留意法律法规和政策的发展动态，因为对于教育行业而言，政策始终是引导教育行业变动的重要因素。对于新法新规我们均给予特别关注，及时作出解读。我们对新民促法颁布后适用于培训机构主要的新法新政作出以下梳理：

1. 2018年2月“史上最严减负令”《关于切实减轻中小学生课外负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》（针对面向中小学生举办的非学历文化教育类培训机构），提出坚决纠正校外培训机构开展学科类培训（主要指语文、数学等）出现的“超纲教学”、“提前教学”、“强化应试”等不良行为，严禁校外培训机构组织中小学生等级考试及竞赛，坚决查处将校外培训机构培训结果与中小学校招生入学挂钩的行为。

2. 2018年8月《关于规范校外培训机构发展的意见》（针对面向中小学生的语文、数学、英语及物理、化学、生物等学科知识校外培训机构），对校外培训机构的场所及生均面积、师资、证照、培训具体安排、收费、年报事宜等都进行了规定。（参见君合法评：民办培训机构是否需要申请办学许可证？）

3. 2019年6月《关于深化教育教学改革全面提高义务教育质量的意见》重点提及强化体育锻炼，增强美育熏陶，明确提出严禁以各类考试、竞赛、培训成绩或证书证明等作为招生依据，不得以面试、评测等名义选拔学生，坚决治理校外违规培训和竞赛行为。

4. 2019年7月《关于规范校外线上培训的实施意见》，要求在2019年12月底前完成对全国校外线上培训及机构的备案排查。（参见君合法评：从《线上培训意见》看民办培训机构的政策导向）

5. 2019年8月《关于做好外商投资营利性非学历语言类培训机构审批登记有关工作的通知》，明确只要是依照中国法律在中国境内登记注册设立、依法取得企业法人资格的外商投资企业，从事营利性非学历语言类培训活动，无论对象是中小学生，还是成年人，甚至是学前儿童，都需要领取《办学许可证》后方能在市场监督管理部门进行法人登

记。（参见君合法评：靴子落地：外商投资营利性非学历语言类培训机构也要办证）

6. 2019年1月《国家职业教育改革实施方案》提出落实职业院校实施学历教育与培训并举的法定职责，面向在校学生和全体社会成员开展职业培训，自2019年开始，围绕现代农业、先进制造业、现代服务业、战略性新兴产业，推动职业院校在10个左右技术技能人才紧缺领域大力开展职业培训。

7. 2019年4月《国务院办公厅关于促进3岁以下婴幼儿照护服务发展的指导意见》、2019年10月《托育机构设置标准（试行）》、《托育机构管理规范（试行）》（针对经有关部门登记、卫生健康部门备案，为3岁以下婴幼儿提供全日托、半日托、计时托、临时托等托育服务的机构），对托育机构的场地、建筑、班级规模、人员资质及配置、卫健部门备案等均做出了详细的规定。（参见君合法评：托育机构能自由地飞翔吗？）

8. 2018年8月《民办教育促进法实施条例》送审稿中关于培训机构有专门的规定，但是由于终稿一直没有正式出台，故而该条例的规定仅有参考意义。（参见君合法评：民办教育实施条例送审稿来了，我们关心的是什么？）

## （二）有选择进入和深耕培训业务的细分市场

通过我们的观察，我们认为专项培训在资本市场上的发展主要有三个重点方向：

1. 素质教育：在学科类校外教育培训处于严格监管和禁止民办幼儿园上市的局面下，今年出台了利好素质教育发展的系列政策，例如《关于深化教育教学改革全面提高义务教育质量的意见》提出加强发展素质教育。

根据德勤的研究报告，以艺术、编程、体育、能力、文化类培训为代表的素质教育在2019年上半年融资事件次数加起来占到46%。随着人工智能的发展，编程教育呈现出的低龄化趋势显著，编程课程市场机遇巨大。随着去年整治幼儿园“小学化”，禁止“超纲教学”、“提前教学”，原本以竞赛为目标的数学培训转向数学思维培训，数理思维也成为新赛道，例如精锐教育至慧学堂、好未来摩比思维馆等。



2. 职业教育：受到 2019 年 1 月发布的《国家职业教育改革实施方案》的鼓励政策的影响，职业培训以后可能有更好的发展。

3. 语言培训：目前市场上已有一批成熟的龙头企业，但语言培训市场总量大且有稳定的市场需求。

### (三) 根据自身实际情况选择融资方式

结合我们在前文中提到的相关规定可见，不同赛道的培训机构面临不同的监管强度及监管要求，当监管措施出台后，培训机构的运营成本无疑会增大，培训机构如何选择适合的资本运作道路将至关

重要。已经上市的培训机构，可以选择发债、二次发行等，融资方式较多；具有一定规模的非上市培训机构，可以选择机构投资者投融资，去香港、美国或 A 股上市；小型培训机构，如因合规成本过高，可考虑出售给大品牌培训机构。而投资机构，包括作为收购方、投资方的教育行业上市公司，也可能更注重细分赛道的选择和战略布局。

说一千道一万，培训机构类型众多，业务模式各不相同，发展阶段各异，只有最适合自己的融资道路才是最好的发展道路。

余 苏 合 伙 人 电 话：86 20 2805 9016 邮 箱 地 址：yus@junhe.com  
熊 锦 桂 律 师 电 话：86 20 2805 9069 邮 箱 地 址：xiongjg@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“[www.junhe.com](http://www.junhe.com)”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE\_LegalUpdates”。

