

新东方在线 (1797.HK) 深度研究报告

深耕在线教育十余载，资本市场扬帆起航

推荐 (首次)

目标价：12.52 港元

发行价：10.2 港元

- ❖ **新东方在线 (1797.HK) 成功登陆香港资本市场：**公司于 2019 年 3 月正式登陆香港资本市场，其业务运营主体北京新东方迅程网络科技有限公司成立于 2005 年，是新东方集团旗下定位于互联网教育的平台。本次发行募集资金共 16.83 亿港元，发售 1.645 亿股占比 18%，发行价 10.2 港币/股。
- ❖ **在线业务结构持续优化，K12 在线课培为未来看点：**母集团在教育市场品牌力强，新东方在线自身的业务线扩展也正不断清晰，已由最初单一的海外备考教育服务供应商发展成为如今的综合在线教育平台，主营大学教育、K12 课培、学前教育三大核心业务，承载于新东方在线、东方优播、多纳、酷学四大平台。截止 2018FY 收入超过 6.5 亿人民币，综合毛利率 61%，净利润 8200 万元，利润率超过 10%。其中，大学板块业务收入占比 71% 毛利率稳定于 65%，其次 K12 课培随“东方优播”的推出收入占比逐步提升至 14%，其毛利率接近 40%。学前及机构收入部分相对较小，二者收入总占比 15%。**新东方在线的整体业务线发展脉络明确，当前正处于以大学业务为盈利盘，大力发展在线 K12 课外培训的重要时期，K12 业务的扩张成为未来市场主要看点。**
- ❖ **K12 在线课培市场发展迅速，1V 小班为最优商业模式，“东方优播”应运而生：**根据艾瑞咨询，2018 年在线课外辅导市场超过 440 亿元，占总体课培市场比 9.2%，但未来 5 年在线部分行业整体增速为年均 38%，相较整体 K12 课外培训处于高速增长阶段。课培发展已经过“名师效应-销售驱动-课程体系-极致服务”这四个大阶段的进程，我们认为**“在保持提分效果与提供良好培训体验的基础上发展多元化的课程产品，以达商业层面的最优”无疑是最优的模式**，而 1V 小班的班型能营造效果可控的学习氛围且最为经济，是目前最好的商业模式。公司首创 location-based online course “东方优播”，主要基于本地化的线上小班抓住三四线城市师资匮乏痛点，课程内容更贴近当地学生学习内容，辅导具有针对性。这种模式扩张高效，适合具有品牌优势的新东方在线迅速提升市占率，且具备线上区域化定价能力，长期看能达到课培效果和盈利能力的良好平衡。
- **投资建议：**经过测算及调整，我们认为大学业务极端情况下集团为公司导流占比仅 11%，预计该板块近三年增速分别为 50%、48%、45%，毛利保持平稳；以“东方优播”每年新进入 30 个城市推测盈利性，预计近三年整体 K12 在线教育业务的增长为 150%、100%、60%，毛利呈上升趋势。我们预计公司 2019FY-2021FY 总收入分别为人民币 10.3 亿、16.2 亿、24.2 亿，同比增速为 59%、57%、50%；净利润分别为 2000 万、6100 万、9300 万，增速分别为-73%、209%、54%。公司当前阶段的利润具有不稳定性，因此我们采取 P/S 估值法，推测未来公司实现全面盈利之时运营利润率可达 15%同时归母净利率达 20%。根据 $P/S = P/E * NI\%$ ，给予互联网属性的教育公司 P/E 30X 估值，则相当于 P/S 6X。预计公司 2020FY (2019Q6-2020Q5) 收入 16.2 亿，按 0.85 汇率，对应港币市值 114.4 亿，目标价 12.52 港元/股，首次覆盖给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**在线教育获客成本上升或将导致公司整体盈利能力下降；公司的 K12 业务刚起步，注意线上线下共同竞争风险。

主要财务指标

人民币	2018FY	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	650	1034	1618	2421
同比增速(%)	46%	59%	57%	50%
归母净利润(百万)	72	20	61	93
同比增速(%)	-23%	-73%	209%	54%
每股盈利(元)	0.08	0.02	0.07	0.10
市盈率(倍)	109.84	403.82	130.68	84.79
市净率(倍)	8.95	3.11	3.04	2.93

资料来源：公司公告，华创证券预测
2.79

注：股价为 2019 年 03 月 27 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：桑梓

电话：021-20572503
邮箱：sangzi@hcyjs.com
执业编号：S0360517120002

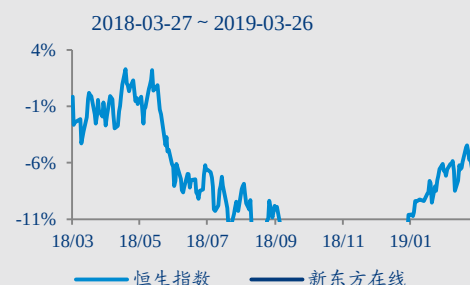
证券分析师：耿琛

电话：0755-82755859
邮箱：gengchen@hcyjs.com
执业编号：S0360517100004

公司基本数据

总股本(万股)	91,395.9
已上市流通股(万股)	0
总市值(亿港元)	93.22
流通市值(亿港元)	0
资产负债率(%)	18.5
每股净资产(元)	2.79
计算汇率人民币：港币	0.85:1

市场表现对比图(近 12 个月)



目 录

一、深耕在线教育十余载，摘牌新三板成功赴港上市	4
(一) 始于新东方集团，不终于此	4
(二) 知名股东背书，达成战略合作	5
(三) 龙头企业业务具政策合规优势	6
二、在线培训各业务线次第发展，收入结构持续优化	8
(一) 公司整体业务发展脉络清晰	8
(二) 大学板块增长依旧，标准化考试培训互联网趋势明显	9
1、千亿市场规模仍稳步增长，龙头公司集中度有待提升	9
2、国内考试标准化及中高端人才国际化支撑在线培训业务指数型拓张	9
3、新东方线下考培与线上相互补充，线下导流非线上主要增长因素	13
(三) K12 本地化在线课培发展迅猛，东方优播为主要发力点	14
1、K12 在线课外培训发展迅速	14
2、一对小班是最优的模型	14
3、东方优播首创 location-based online course 模式	15
三、盈利预测及估值	17
(一) 收入方面：预计未来三年仍将保持稳定高速增长	17
(二) 成本、费用及利润方面：预计 2019FY 运营利润为低谷，后续盈利能力将逐渐上升	18
(三) 估值：该阶段公司利润具有不稳定性，因此采用 P/S 估值法	20
四、风险提示	20

图表目录

图表 1	新东方在线与其集团发展历程.....	4
图表 2	新东方集团业务一览.....	5
图表 3	上市之后新东方在线股权结构.....	6
图表 4	2018 年 K12 课外培训以及线上教育政策.....	6
图表 5	新东方在线取得的牌照和许可证.....	7
图表 6	新东方在线各业务课程分布平台情况.....	8
图表 7	收入增速持续推高.....	8
图表 8	利润率相对稳定.....	8
图表 9	K12 培训业务占比持续增加.....	9
图表 10	大学业务毛利率稳定，K12 拓展期毛利率下降.....	9
图表 11	除学前及 K12 外在线教育市场规模近千亿.....	9
图表 12	公司大学备考业务市占份额居首位.....	9
图表 13	2018FY 国内备考付费人次占比 74%.....	10
图表 14	2018FY 国内备考流水收入占比 57%.....	10
图表 15	预计高等教育本专科在校生人数增长 2-3%.....	10
图表 16	预计每年高等院校招生人数约 1200-1300 万人.....	10
图表 17	六成大学生偏好参与在线培训课程.....	11
图表 18	大学生在线学习需求以语言能力提升为主.....	11
图表 19	研究生报考人数增速近 20%.....	11
图表 20	预计研究生录取率将下降.....	11
图表 21	2018FY 国内备考付费人次 86 万.....	12
图表 22	国内备考客单价有所回升.....	12
图表 23	预计出国留学人数年均增长维持 10%.....	12
图表 24	2018FY 海外备考付费人次达 18 万.....	12
图表 25	海外备考客单价逐年上升，已近 1500 元.....	13
图表 26	2018 年线上国内备考及海外备考付费人次增量结构的拆分.....	13
图表 27	K12 课外培训在线市场增速超整体课培增速.....	14
图表 28	在线 K12 课外培训班型对比.....	15
图表 29	三种班型的盈利能力分析.....	16
图表 30	东方优播运营模型推演.....	18
图表 31	K12 业务毛利推演.....	19
图表 32	盈利预测表.....	19
图表 33	估值表.....	20

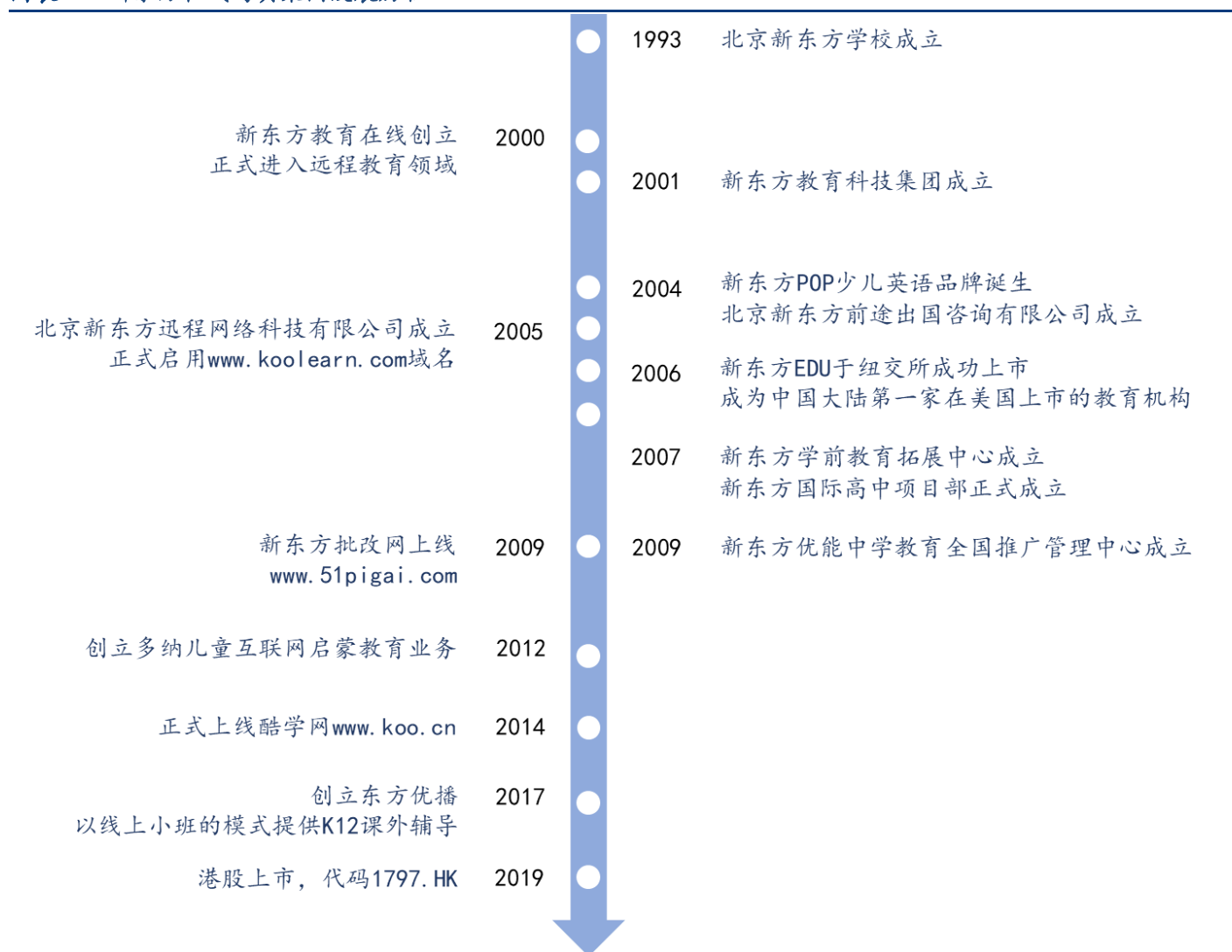
一、深耕在线教育十余载，摘牌新三板成功赴港上市

(一) 始于新东方集团，不终于此

新东方在线 (1797.HK) 于 2019 年 3 月正式登陆香港资本市场，其业务运营主体北京新东方迅程网络科技股份有限公司成立于 2005 年，是新东方集团旗下定位于互联网教育的平台。本次发行募集资金 30% 将用于教师招聘及培训，30% 用于收购投资互补业务，10% 将用于课程研发和内容供应，10% 用于营销活动，其余用作改善技术基础设施及运营现金流。

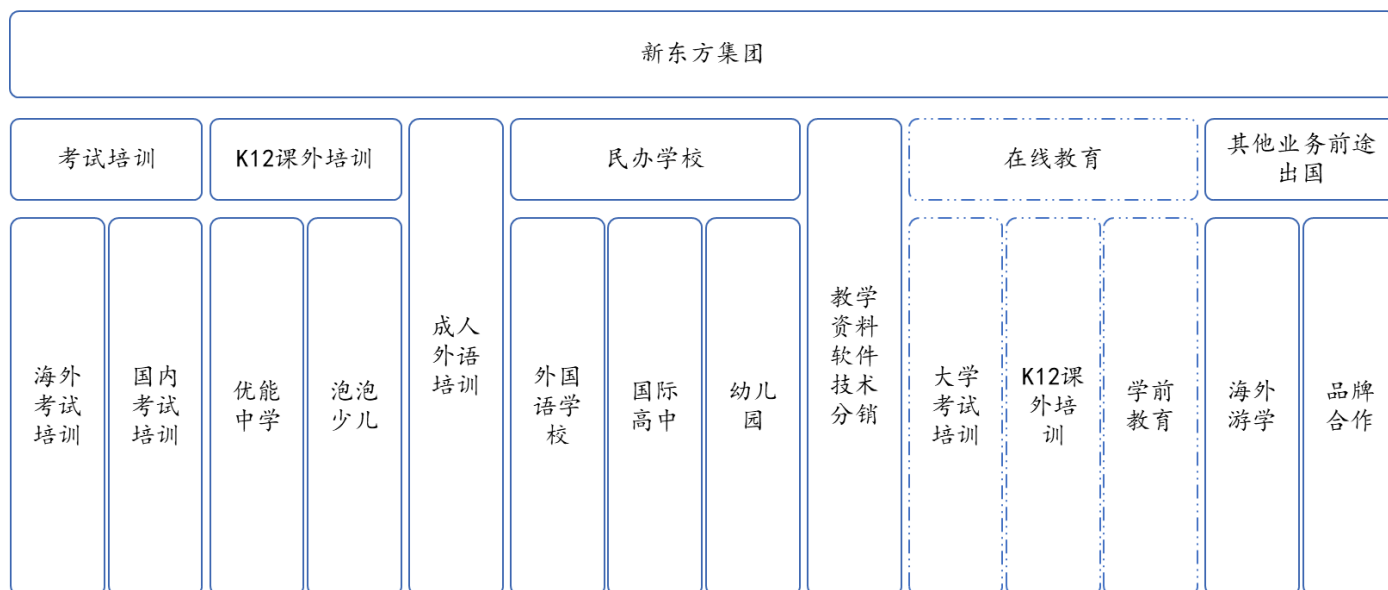
早在 2000 年，新东方集团便于体内孵化在线教育业务；2005 年 3 月 koolearn 域名正式启用；2006 年集团于美国纽交所上市后，在线教育业务进一步发展；2009 年批改网上线，提供专业的英语作文及口语批改服务；2012 年幼儿品牌多纳创立，结合 APP、幼儿英语出版物及智能硬件多维度提供儿童英语启蒙教育；2014 年全方位英语语言学习平台酷学网出台；2017 年推出东方优播，首创 location based on-line course K12 课外培训平台，为三四线优质教育资源贫乏的地区提供一线城市师资教学。

图表 1 新东方在线与其集团发展历程



资料来源：公司官网，华创证券

图表 2 新东方集团业务一览



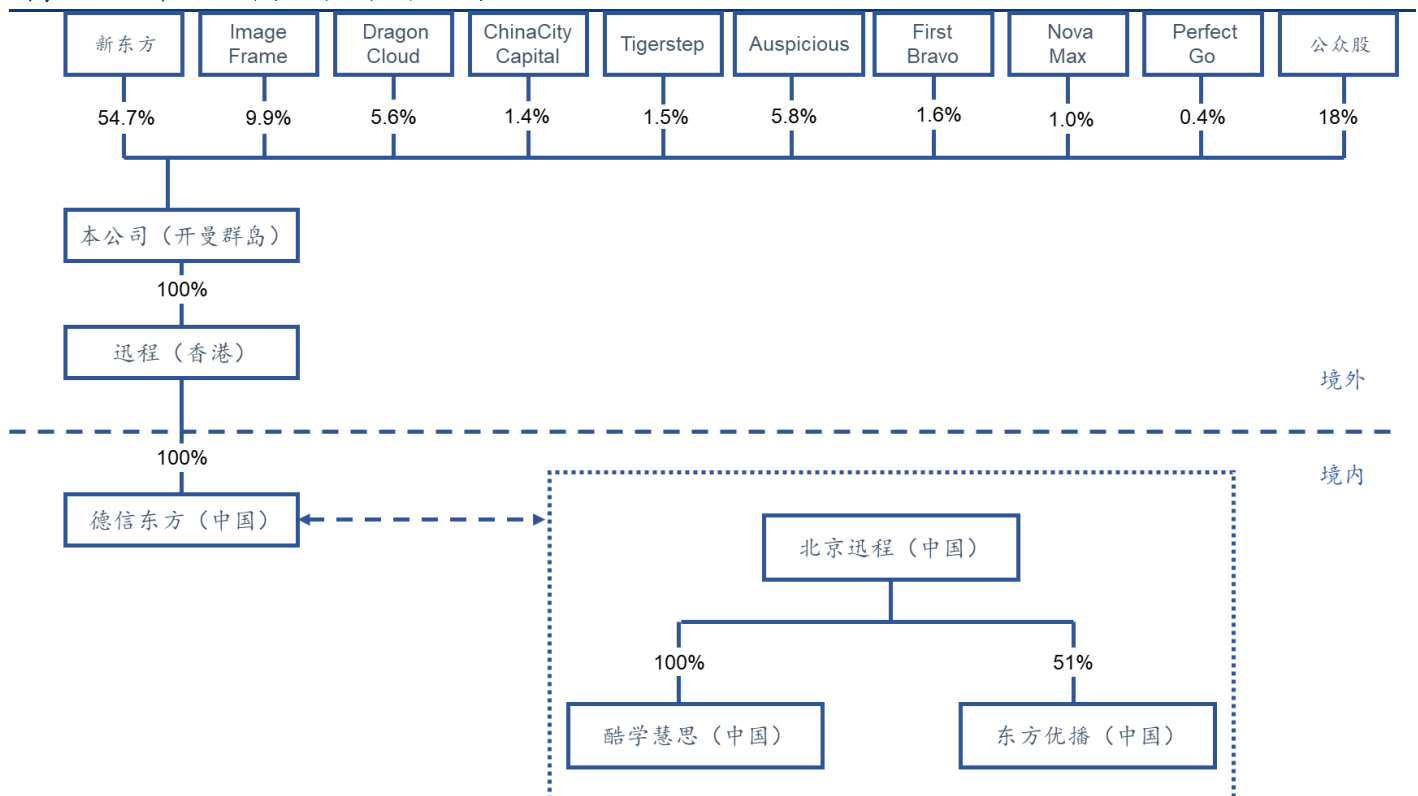
资料来源：公司财报，华创证券

（二）知名股东背书，达成战略合作

上市前，新东方集团为公司最大股东持股 67%，腾讯附属公司 Image Frame 为第二大股东持股 12%，景林旗下 Dragon Cloud 持股 7%，俞敏洪本人的全资控股公司 Tigerstep 持股 2%，新东方高管共持股约 11%。本次港股上市，共募资 16.83 亿港元，发售 1.65 亿股，老股东股权稀释 82%。上市募集的资金将用于员工招募和培训、课程研发、升级技术设施、销售和推广、用作营运资金以及战略性投资和收购。

战略投资股东腾讯在云计算、音频、视频等领域助力新东方在线重构研发自有互联网音视频体系架构，以保直播教学的流畅性和稳定性。此外，公司借力腾讯云，逐步开发“全链路在线教育智能服务和营销系统”，包括智能投放管理、多模智能营销、智能表单分析和坐席分配、智能外呼、智能话术管理、客服质量监控分析、智能教学管理，智能学情分析挖掘等一系列的教育服务体系。与 BAT 互联网巨头合作，有助于公司实时保持对前沿科技应用的敏感度，为未来 AI、互联网、云计算等技术与教育业务的深度结合建造空间。

图表 3 上市之后新东方在线股权结构



资料来源：公司招股说明书，华创证券

(三) 龙头企业业务具政策合规优势

近年有关 K12 课外培训及在线教育监管政策频频出台。政策主要以为中小学生减负、规范课外培训机构运营为主。其中，教育部于 2018 年 4 月发布的《民促法实施条例（草案）》，明确要求在线教育机构取得相应的互联网经营许可以及申请办学许可，聘任教师应当具备相应资质。同年 8 月，司法部发布的《民促法实施条例（送审稿）》中建议对申请进入互联网教育平台的机构或者个人的主体身份信息进行审核和登记。同年 11 月，教育部联合国家市场监督管理总局及应急管理部再次印发《校外培训机构治理（通知）》，尤其强调在线培训机构应按照线下的政策，实行同步规范，线上培训机构所办学科类培训班的名称、培训内容、招生对象、进度安排、上课时间等必须在机构住所地省级教育行政部门备案，将教师的姓名、照片、班次及教师资格证号予以公示。

目前，新东方在线已经取得互联网企业所需的 ICP 许可证、出版管理许可证、视听证等。而以上所述，政府部门出台的在线教育管理意见稿主要适用于 K12 文化科目的线上辅导，暂不涉及学前及大学部分。根据招股书信息，截止 2018 年上半年，新东方在线 K12 培训的部分全职及兼职教师已获得相关教师资格证，其教学运营管理规范性显著优于竞争者。

图表 4 2018 年 K12 课外培训以及线上教育政策

时间	政策文件	发布机构	内容摘要
2 月 22 日	《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》	教育部、民政部、人力资源社会保障部、工商总局	校外培训机构持有办学许可证和营业执照；学科类培训禁止超纲教学、提前教学、强化应试；严禁校外培训机构组织中小学生等级考试及竞赛
4 月 18 日	《教育信息化 2.0 行动计划》	教育部	各学校信息化应用水平和师生信息素养普遍提高，建成“互联网+教育”大平台，提升师生信息技术应用能力

时间	政策文件	发布机构	内容摘要
4月20日	《中华人民共和国民办教育促进法实施条例(修订草案) (征求意见稿)》	教育部	利用互联网技术在线教育活动以及职业培训的民办教育机构应当取得相应的互联网经营许可，并申请办学许可；聘任的教师或者教学人员应当具备相应的教师资格或者其他相应的专业资格、资质
8月10日	《中华人民共和国民办教育促进法实施条例(修订草案) (送审稿)》	司法部	利用互联网技术开展在线教育的民办学校，应当取得同级同类学历教育的办学许可和互联网经营许可；利用互联网技术在线实施培训教育活动、实施职业培训机构，或者为在线教育提供服务的互联网技术服务平台，应当取得相应的互联网经营许可，并向当地政府相关部门备案；实施培训教育活动的互联网技术平台，应当对申请进入平台的机构或者个人的主体身份信息进行审核和登记
8月22日	《关于规范校外培训机构发展的意见》	国务院	确保证照齐全、严格审批登记；学科知识培训的内容、班次、招生对象、进度、上课时间等要向所在地县级教育部门备案并向社会公布；培训结束时间不得晚于20:30，不得留作业；不得一次性收取时间跨度超过3个月的费用；全面推行白名单制度
11月26日	《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知》	教育部、国家市场监督管理总局、应急管理部	按照线下培训机构管理政策，同步规范线上教育培训机构。线上培训机构所办学科类培训班的名称、培训内容、招生对象、进度安排、上课时间等必须在机构住所地省级教育行政部门备案，必须将教师的姓名、照片、教师班次及教师资格证号在其网站显著位置予以公示。

资料来源：相关政府网站，华创证券整理

图表 5 新东方在线取得的牌照和许可证

牌照/许可证	持有人	颁发机构	颁发日期	到期日
ICP 许可证	北京迅程	北京市通信管理局	2016 年 5 月 26 日	2020 年 8 月 27 日
ICP 许可证	酷学慧思	北京市通信管理局	2018 年 5 月 31 日	2023 年 5 月 31 日
出版管理许可证	酷学慧思	北京市海淀区文化委员会	2017 年 5 月 24 日	2022 年 4 月 30 日
信息网络传播视听节目许可证	北京迅程	国家广电总局	2015 年 8 月 3 日	2018 年 8 月 3 日
网络文化经营许可证	北京迅程	北京市文化局	2016 年 5 月 4 日	2019 年 5 月 3 日
高新技术企业证书	北京迅程	北京科学技术委员会、北京市财政局、北京国税局、北京地税局	2017 年 10 月 25 日	2020 年 10 月 24 日

资料来源：公司招股说明书，华创证券

二、在线培训各业务线次第发展，收入结构持续优化

(一) 公司整体业务发展脉络清晰

新东方在线属于新东方集团中的一项细分业务。根据先前集团财报披露，十年来在线注册用户数平均每年增速近 20%，截止 2018FY 在线注册人数超 1700 万人，共 194 万付费人次，付费率约 5%，在线课程达 4600 项，发展前景开阔。

虽依附集团而起，但新东方在线自身的业务线扩展正不断清晰，已由最初单一的海外备考教育服务供应商发展成为如今的综合在线教育平台，主营大学教育、K12 课培、学前教育三大核心业务，承载于新东方在线、东方优播、多纳、酷学四大平台。具体而言，公司通过新东方在线及酷学英语提供大学教育课程、通过新东方在线和东方优播提供 K-12 教育课程，通过多纳提供学前教育课程，此外新东方在线平台衍生出致赢 1V1 和职上两个细分产品，前者主要针对 K12 课培的一对一服务，而后者主要针对在职人员的证书考前培训。

图表 6 新东方在线各业务课程分布平台情况

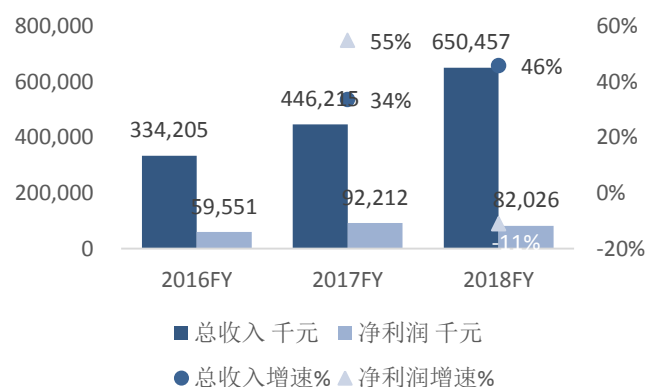
课程类别	新东方在线	致赢 1V1	东方优播	多纳	酷学英语	职上
大学教育						
-大学考试备考	✓					
-海外备考	✓					
-语言学习	✓				✓	
-其他						✓
K-12 教育	✓	✓	✓			
学前教育	✓			✓		

资料来源：公司官网，华创证券

根据招股书披露，截止最新财年，公司近几年总收入增速持续上升，2018FY 收入超过 6.5 亿人民币，综合毛利率 61%，净利润 8200 万元，利润率超过 10%。其中，大学板块业务收入占比 71%呈下降趋势，但其毛利率相当稳定，约为 65%。其次，K12 课培板块占比随“东方优播”的推出逐步提升至 14%，其利润率因推广起步阶段而有所下降，但受益于在线模式毛利率仍旧接近 40%。学前及机构收入部分相对较小，二者收入总占比 15%。学前业务主要为酷学 APP 处于导流获客转化的初级阶段，盈利性较弱；机构业务主要为各教学内容的二次封装售卖，因此毛利率高达 82%。

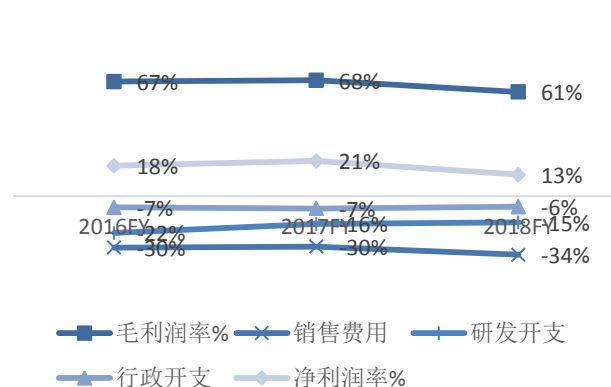
新东方在线的整体业务线发展脉络明确，当前正处于以大学业务为盈利盘，大力发展在线 K12 课外培训的重要时期，因此 K12 产品的商业模式可否被逐步验证成为本阶段的关注要点。

图表 7 收入增速持续推高



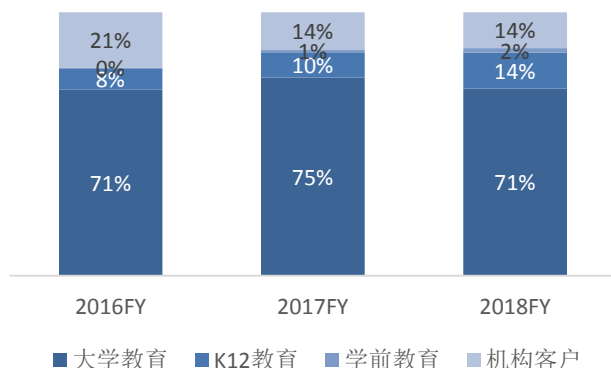
资料来源：公司招股说明书，华创证券

图表 8 利润率相对稳定



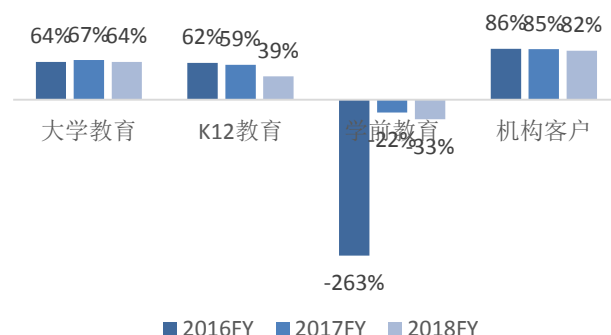
资料来源：公司招股说明书，华创证券

图表 9 K12 培训业务占比持续增加



资料来源：公司招股说明书，华创证券

图表 10 大学业务毛利率稳定，K12 拓展期毛利率下降



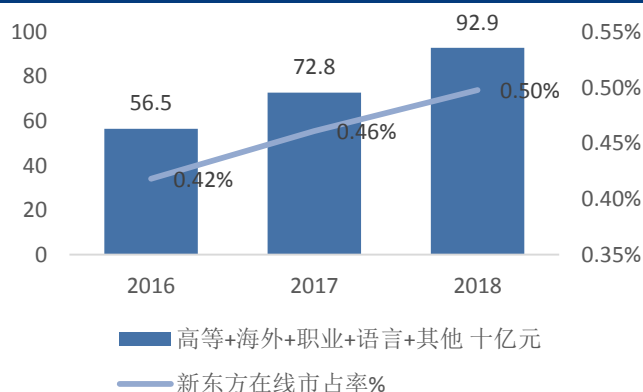
资料来源：公司招股说明书，华创证券

(二) 大学板块增长依旧，标准化考试培训互联网趋势明显

1、千亿市场规模仍稳步增长，龙头公司集中度有待提升

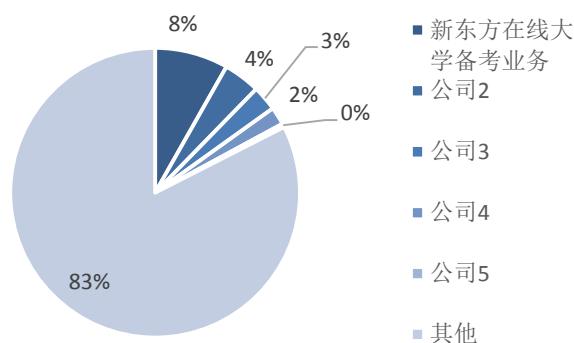
公司的大学板块业务主要由大学考试备考、海外备考及英语学习组成，针对愈参加统一标准化考试或者提高英语能力的大学生及在职人员。根据招股书，2018 年在线教育中高等教育考试培训、海外留学培训、职业教育、语言培训等综合市场规模（不包括学前及 K12 在线部分）约为 929 亿元，过去五年的市场年复合增长率约 29%，预计 2022 年市场规模可达 2250 亿元，年复合增速 25%。新东方在线的大学业务（包括英语四六级、考研培训、海外考试培训及职业教育）收入 4.6 亿元，占综合市场份额约 0.5%。目前公司的大学版块业务主要付费群体为英语四六级和考研培训需求者，这部分的在线培训总体营收市场规模约为 29 亿元，新东方在线的相关业务市占份额 8.2%，位居首位，营收体量与第二至第四名总和相当。市场 CR5 为 17.5%，集中度尚低。整体而言，龙头公司具备更强的品牌知名度及多年的在线渠道运营经验，在没有销售边界的互联网中更易提升自身的市场占有率。

图表 11 除学前及 K12 外在线教育市场规模近千亿元



资料来源：公司招股说明书，华创证券

图表 12 公司大学备考业务市占份额居首位



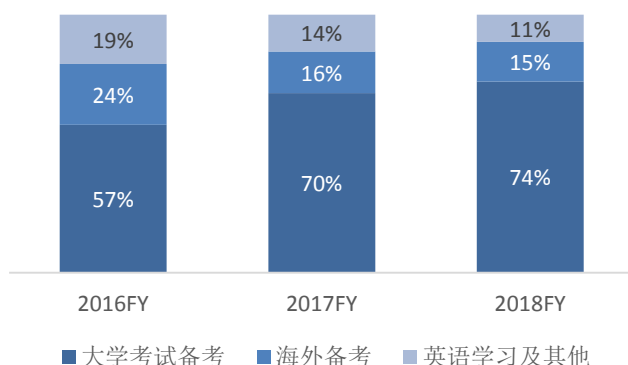
资料来源：公司招股说明书，华创证券

2、国内考试标准化及中高端人才国际化支撑在线培训业务指数型拓张

新东方在线的大学教育是公司重要的收入及利润来源，年均收入及毛利增长 40%。其中，国内备考包括大学英语四

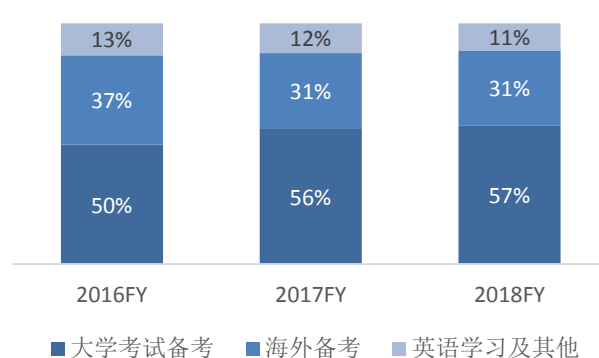
六级、考研等线上培训课程，该板块业绩贡献比例持续上升，2018FY 其付费人次 85.7 万，占大学教育 74%，贡献流水收入 3.35 亿，占 57%，客单价约 500 元/人次。海外备考板块包括托福、雅思、GRE、GMAT、LSAT 等考试在线培训，其客单价最高，接近 1500 元/人次，15%的付费人次贡献了 31%的流水收入。余下的为英语学习及其他版块，客单价约 800 元/人次，付费人次占比与收入流水同比例增长。

图表 13 2018FY 国内备考付费人次占比 74%



资料来源：公司招股说明书，华创证券

图表 14 2018FY 国内备考流水收入占比 57%



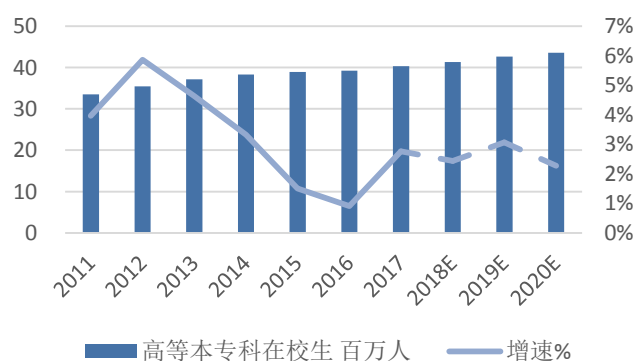
资料来源：公司招股说明书，华创证券

不同考试线上培训市场的增长驱动因素各有不同，我们认为：

• “通过性”考试英语四六级的在线化培训增长源自学习习惯的迁移

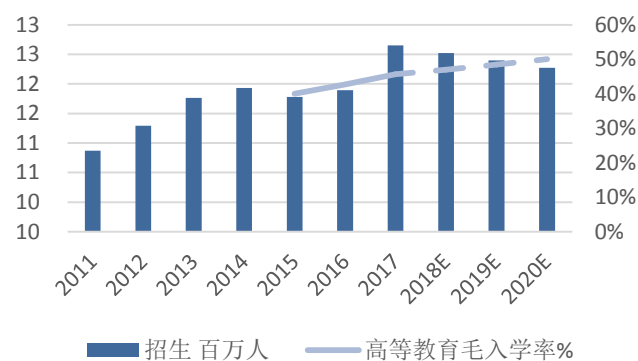
根据教育的“十三五规划”提及，2020 年我国普通高等学院毛入学率需达 50%的目标值，而当前毛入学率仅为 45%。根据适龄人口计算得到，2018-2020 年由于政策引导的高等院校本专科在校生人数每年增长可达 2-3%，其中每年新生的招生人数约为 1200-1300 万人。因此就市场总体人数而言，每年大学生英语四六级考试的总人数也将增加 2-3%。然而，对于这类“通过性”、“标准化”的考试，其在线培训规模提升实质主要源自学生参培率增加及学习习惯的迁移，其中线上学习渗透率的提升是主要原因。根据 2017 年艾瑞咨询的《大学生在线学习白皮书》，当前互联网 PC 端及移动端的学习模式在大学生群体中的接受度很高，六成以上的大学生偏好参与线上培训课程，而线上培训中 45%为“语言能力提升”占首位。从新东方在线先前于新三板披露的有限的运营数据中得到，2015 年英语四六级的线上付费人次较 2014 年翻了近三倍，由 5.6 万人次直接上升至 16 万人次。借由新东方英语培训的黄金招牌，预计英语四六级的线上付费人次将进一步提升。

图表 15 预计高等教育本专科在校生人数增长 2-3%



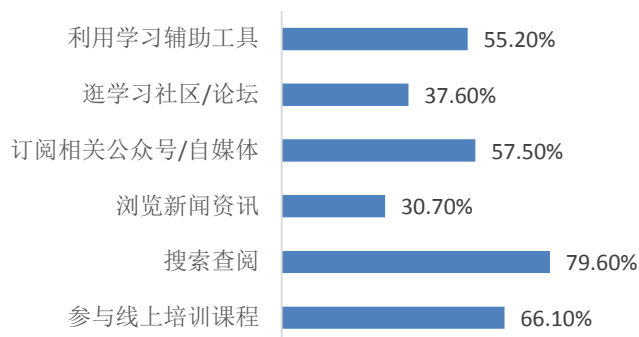
资料来源：教育部，华创证券

图表 16 预计每年高等院校招生人数约 1200-1300 万人



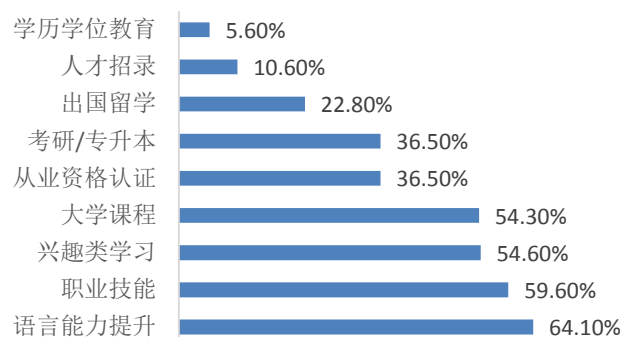
资料来源：教育部，华创证券

图表 17 六成大学生偏好参与在线培训课程



资料来源：艾瑞咨询，华创证券

图表 18 大学生在线学习需求以语言能力提升为主

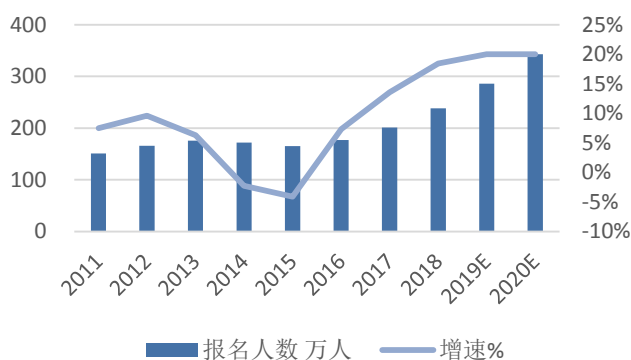


资料来源：艾瑞咨询，华创证券

“竞争性”研究生录取考试报名人数增长推动培训规模扩大

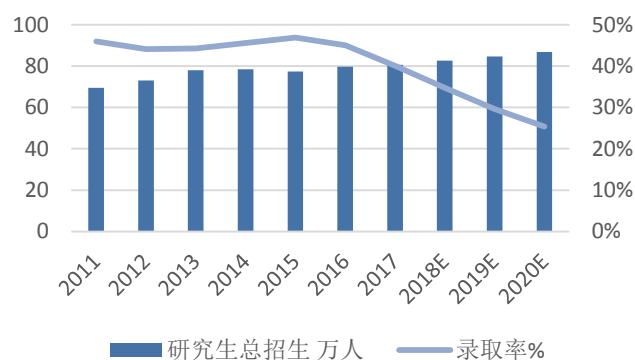
宏观经济走弱的大环境下，国内报名考研人数于 2016 年开始恢复正增长，并于 2018 年达到新的高峰，共有 238 万人报考国内研究生，这比上年增长近 20%。与之相对的，录取率进一步却下降，2017 年的研究生录取率约 40%，比上年下降 5 个点。毫无疑问，这种“竞争性”、“标准化”考试必然催生庞大的培训市场需求，而明星公司收获的学员增速定高于市场。新东方在线 2014-2015 年考研考博的培训付费人次分别为 56 万及 134 万。2016-2018 年研究生考试培训和英语四六级考试总体的付费人次分别为 30 万、58 万、86 万。过往五年国内考培在线付费人次平均增速 76%。

图表 19 研究生报考人数增速近 20%



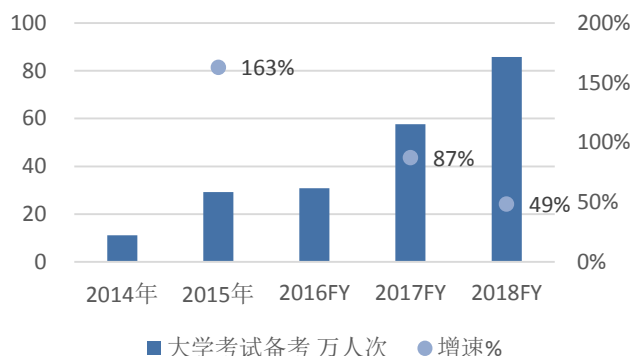
资料来源：教育部，华创证券

图表 20 预计研究生录取率将下降



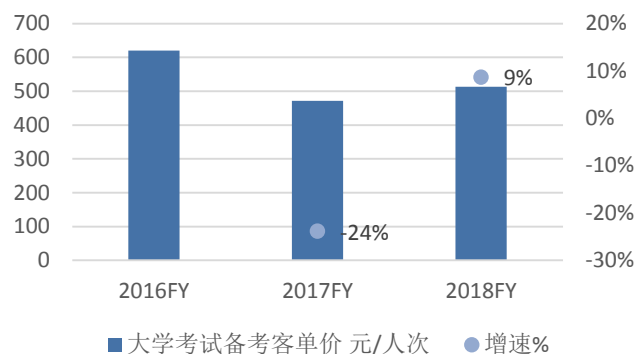
资料来源：教育部，华创证券

图表 21 2018FY 国内备考付费人次 86 万



资料来源：公司招股书，华创证券，注：2014-2015 年为自然年度

图表 22 国内备考客单价有所回升

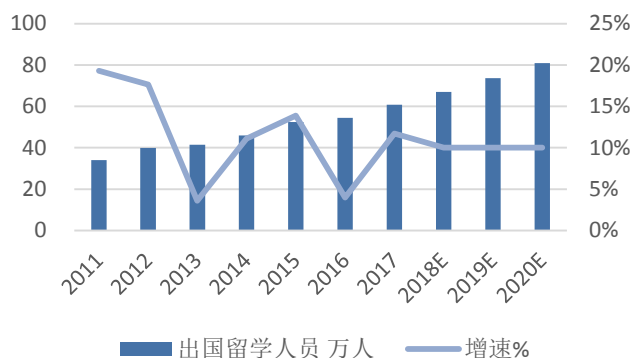


资料来源：公司招股书，华创证券

• 海外留学人数稳定增长，人才国际化促使旺盛英语培训需求

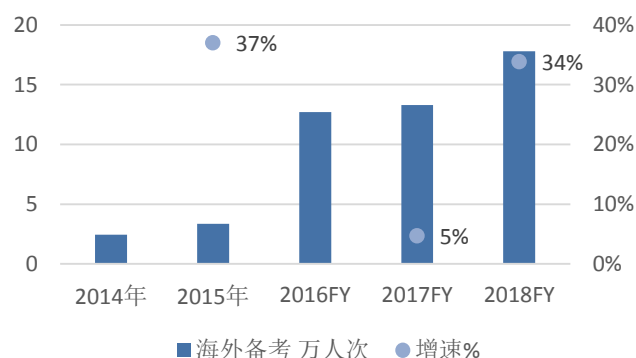
众所周知新东方集团起家于海外留学语言培训，留学生人数快速增长一度成为公司业绩突飞猛进的核心因素。2008 年金融危机期间，我国出国留学人员增长近 30%，并于 2012 年突破 40 万人。近五年出国留学人数平均增速仍保持在 10%，2017 年超过 60 万人选择出国留学。多次参培、多次报考以达录取的目标分数，几乎是大部分人的选择。此外，即使没有留学打算的学员也会参加托福、雅思、GRE、GMAT 等培训，以期获得好成绩利于国内求学及求职。新东方在线的海外考试培训付费人次从 2014 年 2.4 万增长至 2018 年的 17.8 万，可见增速之快。

图表 23 预计出国留学人数年均增长维持 10%



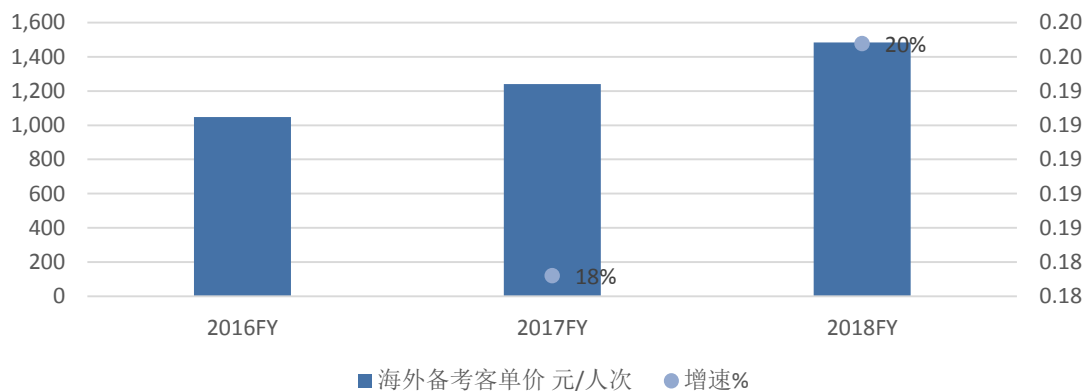
资料来源：教育部，华创证券

图表 24 2018FY 海外备考付费人次达 18 万



资料来源：公司招股书，华创证券，注：2014-2015 年为自然年度

图表 25 海外备考客单价逐年上升，已近 1500 元



资料来源：公司招股说明书，华创证券

3、新东方线下考培与线上相互补充，线下导流非线上主要增长因素

我们把新东方在线的付费人次增长因素拆分为市场增长、线下导流及线上自身扩张。以 2018 财年为例，新东方在线国内考试和海外备考的人数增长分别为 28 万及 4.5 万。经上述几段分析，2018 年英语四六级、考研、海外备考的市场人数增长分别约为 3%、18%、10%，为公司带来的增量分别占比 6%、37%、30%。根据新东方集团财报数据，近几年线下的国内考试和海外备考人次有所下滑，2018 财年线下国内培训和海外备考均减少 1.8 万人。极端情况，假设线下减少的人次全部导流至线上，那么这部分增量于线上的付费人次增长贡献仅占比 6%（国内四六级和考研）、40%（海外）。余下的增量为新东方在线自身拓展的付费用户，四六级、考研、海外备考占比分别达 87%、56%、30%。可见，国内备考业务的在线教育付费用户主要来自于公司的自主拓张，并非集团线下的导流。而即使在这种绝对导流的极端情况下，海外备考的线上人数增量结构仍然较为均匀，可见线上互联网教育增速之迅猛。

图表 26 2018 年线上国内备考及海外备考付费人次增量结构的拆分

万人次	四六级	考研	海外备考	国内+海外总计
新东方在线付费人次增量	21.0	7.0	4.5	32.5
对增量贡献比 %	100%	100%	100%	100%
市场增速 %	3%	18%	10%	-
市场增速产生增量	1.3	2.6	1.3	5.2
对增量贡献比 %	6%	37%	30%	16%
线下人数减少	-1.4	-0.5	-1.8	-3.6
线下人数减少产生增量	1.4	0.5	1.8	3.6
对增量贡献比 %	6%	6%	40%	11%
新东方在线自身增长	18.4	4.0	1.4	23.7
对增量贡献比 %	87%	56%	30%	73%

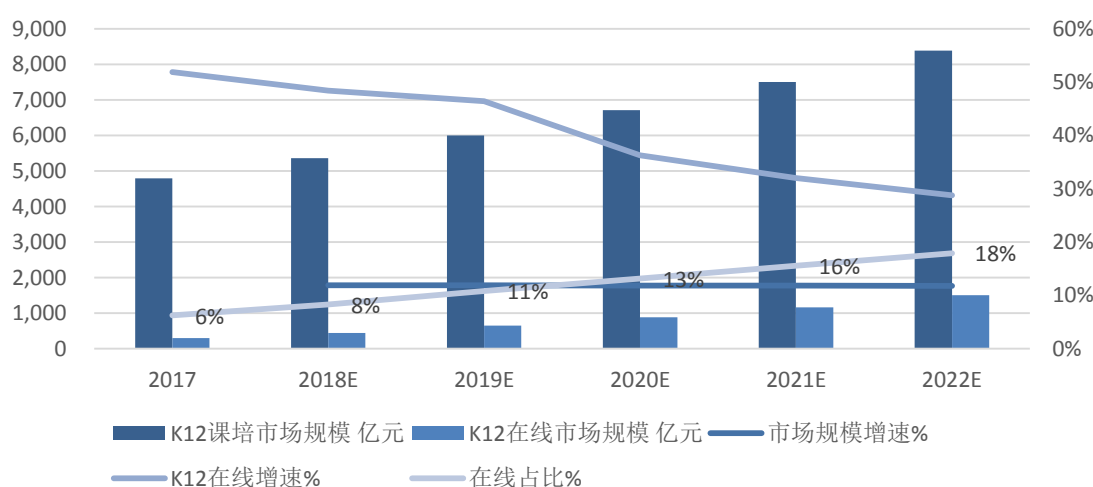
资料来源：公司招股书，华创证券，注：假设线上及线下的国内考试中四六级、考研付费人次占比相同

(三) K12 本地化在线课培发展迅猛，东方优播为主要发力点

1. K12 在线课外培训发展迅速

根据教育部统计数据，我国普通小学、初中及高中在校生共约 1.68 亿，结合相关上市公司招股书数据，K12 学生平均课外文化科目参培率约 57%，客单价约 5000 元，由此估算当前校外课培市场约 4788 亿元，龙头企业新东方及好未来 2018FY 的 K12 课培收入分别为 93 亿、109 亿，CR2 占比 4.2%，市场集中度仍旧分散。若按课外培训渗透率逐年提升 1%且客单价提升 10%计算，直至 2022 年，K12 课外培训市场规模约为 8388 亿，5 年的年均增速 12%。根据艾瑞咨询，2018 年在线课外辅导市场超过 440 亿元，占总体课培市场比 9.2%，但未来 5 年在线部分行业整体增速为年均 38%，相较整体 K12 课外培训处于高速增长阶段。

图表 27 K12 课外培训在线市场增速超整体课培增速



资料来源：腾讯《腾讯课堂报告》，华创证券

2. 一对小班是最优的模型

市场通常把教育视为一种服务导向的行业。意味着，学生通过培训以得到考试提分的同时也注重学习的过程体验。两大 K12 课外培训龙头公司经历了“名师效应-销售驱动-课程体系-极致服务”这四个大阶段的发展，已深得课外培训的要义：即，保持提分效果与提供良好培训体验的基础上发展多元化的课程产品，以达商业层面的最优。毫无疑问的，一对小班的模式能营造效果可控的学习氛围，且最为经济。线上的互联网教学也不例外。大类可分为录播及直播，由于录播为产品销售型模式，客单价低、完全不可控教学质量且容易出现盗版视频，在 K12 课外培训领域几乎没有企业专注于此。直播技术出现之后，线上教育培训复制了线下发展的老路，从大名师范线上讲课（名师效应）到一对一在线辅导（销售驱动），评测体系纳入使用后线上的小班分层教学（课程体系）逐渐步入视野。同时，模仿线下的双师班，在线课程增设助教角色辅助答疑、安排日常作业等，提供教学服务层面的支持（极致服务）。

三种班型中，论收入体量，大班网校最大；论业务难易，1V1 最易，而就商业模式看，在线教育的小班模式是目前最优的模式，虽然收入量、利润率和学习体验感都介于大班和一对一之间，但它很好的平衡了教学的质量和企业的盈利性。

图表 28 在线 K12 课外培训班型对比

		教学模式	优点	缺点	商业模式
录播		学生付费后观看已经录制好的教学视频	名师录课； 人力成本低； 学费低；	毫无学习的陪伴感； 随时可以跳播，难实现好的教学效果	产品销售型，客单价低，易出现盗版视频
直播	一对大班	名师在线直播授课，学生分散在各地通过在线平台同时听课	名师授课； 优质师资利用率高； 学费较低	师生基本无互动少；提分效果不可控； 学习体验感差	收入规模容易起量；毛利高；进入壁垒弱、获客成本高
	线上双师（一对大班加强版）	主讲教师以在线直播方式授课，听课学生总数不受限，每百名学生配备一名助教，负责日常答疑及沟通	名师授课； 优质师资利用率高； 学费较低； 增强学生线上学习体验感，提高续班率	授课与辅导非同一教师，学习易有落差感； 课程内容无法对全国学生统一适用	收入规模容易起量；毛利高；进入壁垒弱、获客成本高
	一对小班	一名教师在线直播授课，少量学员同一时间进入线上平台听课	师生间有一定互动； 学习体验优于大班	满班率不易保证； 学生需被定期评级分类组班以保证小班整体学习质量	收入规模、毛利率弱于大班； 进入壁垒较高； 需要大量教师
	优播课（一对小班升级版）	一名教师在线直播授课，至多 20 名学员同一时间进入线上平台听课，6 名分为一小组	课程研发仅针对特定地区教学内容； 师生间有一定互动； 学习体验优于大班	满班率不易保证； 学费高于线下小班	收入规模、毛利率弱于大班； 进入壁垒较高； 需要大量教师
	一对一	教师与学生通过在线平台一对一授课，师生随时互动	学习的陪伴感强； 服务性最优	教学过程非标化； 师资力量通常弱于大班及小班	客单价高； 毛利弱于小班； 获客成本高； 人均产出低

资料来源：华创证券整理

3. 东方优播首创 location-based online course 模式

东方优播模式，是新东方在线首创的 location-based online course。主要基于本地化的线上小班抓住三四线城市师资匮乏痛点，课程内容更贴近当地学生学习内容，辅导具有针对性。这种模式的优势主要是在各地区以分公司形式开设线下体验中心，效率高暂且无需办学许可证，能够快速推打东方优播品牌，是当前新式的在线教育推广方式。新东方原本就拥有线下地推的基因，且具备很强的师资梯队建设能力，东方优播目前已经进入近三十个地区，未来还将以每年新增三十个区域的发展速度推进优播模式。

• 比较优势：解决在线教育高昂的获客成本问题及线上培训定价趋同问题

我们把在线教育的盈利模型拆分看，大致可分为收入、成本、费用三个重要的大科目。其中收入的影响因素为学生数及学费客单价，成本主要为老师的固定薪酬、课时费及平台成本，费用主要为获客费用及本地体验中心的建设运营费用。大班课程因其学生规模大，成本具备规模效应，理想情况下其毛利可高达 80%，而东方优播及 1V1 在线课程教师数量将随学生数提升而上升，在毛利率方面并不占优势。大班课体现了互联网时代下的通用商业模式，即产品互联网化后能享受没有销售边界带来的成本集约红利，本质上享受的是销售面扩大后人口和网络承载技术的优势。而东方优播的比较优势在于，能够通过物理地域的布局优势解决互联网时代下获客成本高昂的通病。网络获客渠道宽泛针对性弱，尤其教育培训业务是一个结果导向、依靠口碑来建立良性获客循环的领域，宽泛的推广及获客

渠道提升了生均成本同时也无法进行产品差异化定价，从而磨平了教育作为一个服务消费品种、天然具备差异化特性的盈利能力。而东方优播这种模式，线上提供教育培训服务可维持较高的毛利，线下地推建立获客渠道降低获客成本的同时还能通过线下优惠等方式调节在线上公开的产品定价，可谓是集结了互联网模式和线下服务消费的双重优势。因此，东方优播的模式费用率低于大班双师和 1V1 在线辅导，反而抬升了整体的盈利能力。

图表 29 三种班型的盈利能力分析

	大班双师	东方优播	1V1 在线
收入	高	中	低
成本			
主讲教师固定薪酬	高	中	无
主讲教师课时费	有	有	有
助教薪资	有	无	无
平台成本	按收入比例	按收入比例	按收入比例
毛利率%	高	中	中
费用			
获客成本	高	低	高
体验中心运营及摊销	无	有	无
运营利润%	中	高	低

资料来源：华创证券

• 进入门槛：大批量师资的供给能力使之成为巨头独享模式

这种新型的本地化线上 K12 辅导产品实际是将在线教育做重、将线下培训做轻。因此，该模式依旧需要大批量的优秀师资，才能有效带动东方优播的运转。在政策趋严的现今，这又恰巧是 K12 课外培训龙头企业的优势之处。截止 2018 年 11 月，新东方在线共有 2453 名教师和 2969 名导师，绝大多数拥有学士学位，三分之一持有硕士及以上学历。教师招聘方面，将于武汉、西安等城市建立 K12 教师培训中心，作为招聘及培训合格候选人的地区中心加以运作以降低成本。根据招股书，公司上市后将花费约 4.7 亿元主要用于员工招聘及培训活动，其中 2.1 亿元用于聘请更多合格教师，2.1 亿元用于提高教学人员整体薪酬，剩余 5000 万元用于改进培训系统。预计，2019 年公司整体将新招聘 300 名全职教师及 1500 名兼职教师。庞大的教学人员素材库、体系化、标准化培养合格师资的能力将助力公司拓展东方优播模式，并使之保持该模式的先发优势。

三、盈利预测及估值

(一) 收入方面：预计未来三年仍将保持稳定高速增长

- 公司在大学英语及海外留学语言培训板块为龙头企业，根据上述分析行业至 2022 年预期复合增速为 25%，预计龙头企业增速为行业增速翻倍，且增速逐年递减，由此，我们预计公司的大学教育板块近三年 (2019FY-2021FY) 增速分别为 50%、48%、45%。
- K12 教育板块的在线课程刚处于市场培育阶段，我们暂且按照最简单的模型估算以后每年增速。假设每年东方优播新入 30 个城市，布局 3 个起始年级，首届每班 10 人计算，单体城市运营第四年饱和，即共 3-4 个年级 10 个班级，每班 20 人。2018FY 东方优播已进入城市约为 26 个，以此作为基数学生总人数在未来 4 年 (2019FY-2022FY) 的增长分别为 214%、113%、68%、42%，而学费总收入增长分别为 260%、143%、82%、51%。考虑到这种在线教育模式较为新颖，学生续班存在留存及复购的情况，因此在原增速基础上做了一定折价，由此我们预计公司 K12 的东方优播业务 2019FY-2022FY 的增速为 156%、100%、65%、46%。而新东方在线的 K12 大班双师模式采取市场跟随策略，增速较东方优播更快，我们预计近三年 (2019FY-2021FY) 整体 K12 在线教育业务的增长为 150%、100%、60%。
- 我们预计公司 2019FY-2021FY 总收入分别为人民币 10.3 亿、16.2 亿、24.2 亿，同比增速为 59%、57%、50%；整体毛利率为 59%、59%、60%。

图表 30 东方优播运营模型推演

	2017FY	2018FY	2019E	2020E	2021E	2022E
城市总个数	8	26	56	86	116	146
新进城市	8	18	30	30	30	30
第二年城市		8	18	30	30	30
第三年城市			8	18	30	30
第四年城市				8	18	30
第五年城市					8	18
第六年城市						8

单个城市的成熟度	首年	第二年	第三年	第四年	第五年	第六年
班级数/城市	3	6	9	10	10	10
人次/班	10	15	20	20	20	20
学生总数	30	90	180	200	200	200

	2017FY	2018FY	2019E	2020E	2021E	2022E
首年学生人数	240	720	1,440	1,600	1,600	1,600
第二年		540	1,620	3,240	3,600	3,600
第三年			900	2,700	5,400	6,000
第四年				900	2,700	5,400
第五年					900	2,700
第六年						900
学生总人数（人）	240	1,260	3,960	8,440	14,200	20,200
学生总人数增速%		425%	214%	113%	68%	42%

	首年	第二年	第三年	第四年	第五年	第六年
课时学费 元/课时	30	60	60	60	60	60
课时数 课/年/人	80	80	80	100	100	100

	2017FY	2018FY	2019E	2020E	2021E	2022E
首年学费收入	576,000	1,728,000	3,456,000	3,840,000	3,840,000	3,840,000
第二年		2,592,000	7,776,000	15,552,000	17,280,000	17,280,000
第三年			4,320,000	12,960,000	25,920,000	28,800,000
第四年				5,400,000	16,200,000	32,400,000
第五年					5,400,000	16,200,000
第六年						5,400,000
总学费收入	576,000	4,320,000	15,552,000	37,752,000	68,640,000	103,920,000
总学费收入增速%		650%	260%	143%	82%	51%
增速折价			0.6	0.7	0.8	0.9
折价后业务增速%			156%	100%	65%	46%

资料来源：公司官网，华创证券预测

（二）成本、费用及利润方面：预计 2019FY 运营利润为低谷，后续盈利能力将逐渐上升

- 大学教育业务的毛利率较为稳定，以 2016FY-2018FY 平均值 65%估算；
- K12 教育业务中大班双师的毛利率约 50-80%，随着班型增大，毛利或将进一步上升。东方优播的毛利率按进入城市的班级逐渐成熟将有所上升。综合看，K12 业务的毛利将由 2018FY 的 39%毛利率逐年递增，我们预计

2019FY-2021FY 毛利率为 40%、48%、54%。

图表 31 K12 业务毛利推演

双师大班学生人数 (人/班)	200	500	800	1000	2000	5000
双师大班毛利率%	49%	69%	74%	76%	79%	81%

东方优播	首年	第二年	第三年	第四年	第五年	第六年
单体城市毛利率%	-49%	47%	66%	76%	76%	76%
城市总个数	8	26	56	86	116	146
新进城市	8	18	30	30	30	30
第二年城市		8	18	30	30	30
第三年城市			8	18	30	30
第四年城市				8	18	30
第五年城市					8	18
第六年城市						8
毛利率%	-49%	-19%	-2%	20%	34%	42%

	2017FY	2018FY	2019E	2020E	2021E	2022E
双师大班毛利%	49%	69%	74%	76%	79%	81%
东方优播毛利%	-49%	-19%	-2%	20%	34%	42%
双师大班占比%		67%	55%	50%	45%	40%
东方优播占比%		33%	45%	50%	55%	60%
K12总体毛利%		40%	40%	48%	54%	58%

资料来源：公司官网，华创证券预测

- 公司为在线教育企业，获客费用的支出在所难免，我们预计销售费用率比前三年略高为 35%；行政费用在上市首年略高为 8%，此后为 7%；研发费用占比逐年递减为 17%、16%、15%。公司的运营利润率在 2019FY 为一个低谷，此后逐年回升，预计 2019FY-2021FY 运营利润分别为-500 万、2000 万、6100 万。
- 预计公司 2019FY-2021FY 净利润分别为 2000 万、6100 万、9300 万，增速分别为-73%、209%、54%。

图表 32 盈利预测表

千元人民币	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总收入	334,205	446,215	650,457	1,033,616	1,618,398	2,421,081
增速%	0%	34%	46%	59%	57%	50%
大学教育	236,347	335,538	462,465	693,698	1,026,672	1,488,675
K12 教育	26,681	42,954	88,070	220,175	440,350	726,578
学前教育	718	3,416	10,921	21,842	43,684	87,368
机构客户	70,459	64,307	89,001	97,901	107,691	118,460
毛利润	225,130	303,612	397,926	614,962	959,215	1,441,067
GPM%	67%	68%	61%	59%	59%	60%
大学教育	64%	67%	64%	65%	65%	65%
K12 教育	62%	59%	39%	40%	48%	54%
学前教育	-263%	-22%	-33%	-30%	-25%	-22%

千元人民币	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
机构客户	86%	85%	82%	84%	84%	84%
销售费用	(101,145)	(132,529)	(223,978)	(361,765)	(566,439)	(847,378)
销售费用率%	-30%	-30%	-34%	-35%	-35%	-35%
研发开支	(72,585)	(73,128)	(100,392)	(175,715)	(258,944)	(363,162)
研发费用率%	-22%	-16%	-15%	-17%	-16%	-15%
行政开支	(22,112)	(32,462)	(40,466)	(82,689)	(113,288)	(169,476)
行政费用%	-7%	-7%	-6%	-8%	-7%	-7%
运营利润	29,288	65,493	33,090	(5,207)	20,545	61,051
运营利润%	9%	15%	5%	-1%	3%	9%
归母净利润	59,551	92,212	82,026	19,623	60,636	93,458
增速%	0%	55%	-11%	-76%	209%	54%
净利率%	18%	21%	13%	3%	9%	14%

资料来源：公司官网，华创证券预测

（三）估值：该阶段公司利润具有不稳定性，因此采用 P/S 估值法

公司的主要看点是以大学教育板块为利润基础，新拓张 K12 课外培训在线业务，且两种业务的针对客户群交叉较小，不存在相互导流及交叉销售的问题，但公司处于高速发展阶段，大学业务的盈利部分将投入 K12 在线的业务发展，因此该阶段的利润具有不稳定性，我们采取 P/S 估值法。又因为公司为该领域龙头企业缺少对标标的，我们观察公司历年财务情况，根据新东方在线 2016FY-2017FY 的财报信息，公司在未大力发展 K12 业务时可取得运营利润率 (EBIT%) 15%，且同年归母净利率 21%。我们推测，未来公司实现全面盈利之时，公司运营利润率亦可达 15% 同时归母净利率达 20%。根据 $P/S = P/E * NI\%$ ，给予互联网属性的教育公司 P/E 30X 估值，则给予 P/S 6X。预计公司 2020FY 收入 16.2 亿，对应市值为人民币 97.2 亿，按 0.85 汇率，对应港币 114.4 亿，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表 33 估值表

P/S	4X	5X	6X	7X	8X
对应市值 亿元人民币	65	81	97	113	129
对应市值 亿元港币	76	95	114	133	152

资料来源：华创证券，注：人民币:港币=0.85:1

四、风险提示

在线教育获客成本上升或将导致公司盈利能力下降；公司的 K12 业务刚起步，注意线上线下共同竞争风险。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	709	899	750	630
应收款项合计	110	163	255	382
存货	0	0	0	0
其他流动资产	6	11	18	27
流动资产合计	1,200	2,723	2,666	2,672
固定资产净值	21	199	359	503
权益性投资	67	67	67	67
其他长期投资	125	125	125	125
商誉及无形资产	0	0	0	0
土地使用权	0	0	0	0
其他非流动资产	8	8	8	8
非流动资产合计	221	399	559	703
资产合计	1,421	3,121	3,225	3,376
应付账款及票据	29	57	90	134
短期借贷	0	0	0	0
其他流动负债	493	493	493	493
流动负债合计	531	568	610	668
长期借贷	0	0	0	0
其他非流动负债	11	11	11	11
非流动负债合计	11	11	11	11
负债合计	542	579	621	679
归属母公司股东权益	885	2,550	2,611	2,704
少数股东权益	-7	-7	-7	-7
所有者权益合计	878	2,543	2,603	2,697
负债和股东权益	1,421	3,121	3,225	3,376

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	149,449	25,148	51,058	79,810
净利润	91,375	19,623	60,636	93,458
折旧与摊销	5,949	22,071	39,864	55,878
营运资本变动	140,009	-16,546	-49,442	-69,525
其他非现金调整	-87,884	0	0	0
投资活动现金流	508,724	-1,480,500	-200,000	-200,000
出售固定资产现金	17	0	0	0
资本性支出	19,053	200,000	200,000	200,000
投资减少	2,611,254	0	0	0
其他投资活动	45,596	0	0	0
融资活动现金流	5,547	1,645,000	0	0
债务增加	0	0	0	0
股本增加	591,236	0	0	0
支付的股利合计	0	0	0	0
其他筹资活动	0	1,645,000	0	0

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	650	1,034	1,618	2,421
主营业务收入	650	1,034	1,618	2,421
其他营业收入	0	0	0	0
营业总支出	617	1,039	1,598	2,360
营业成本	253	419	659	980
营业开支	365	620	939	1,380
营业利润	33	-5	21	61
净利息支出	45	27	47	43
权益性投资损益	2	0	0	0
其他非经营性损益	3	0	0	0
非经常项目前利润	83	22	67	104
非经常项目损益	9	0	0	0
除税前利润	93	22	67	104
所得税	11	2	7	10
少数股东损益	-9	0	0	0
持续经营净利润	91	20	61	93
非持续经营净利润	0	0	0	0
净利润	91	20	61	93
优先股利	19	0	0	0
归属普通股股东净利	72	20	61	93
EPS (摊薄)	0.08	0.02	0.07	0.10

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	45.7%	58.9%	56.6%	49.6%
归母净利润增长率	-23.2%	-72.8%	209.0%	54.1%
获利能力				
毛利率	61.2%	59.5%	59.3%	59.5%
净利率	14.0%	1.9%	3.7%	3.9%
ROE	10.9%	1.1%	2.4%	3.5%
ROA	7.1%	0.9%	1.9%	2.8%
偿债能力				
资产负债率	38.2%	18.5%	19.3%	20.1%
流动比率	225.8%	479.7%	436.7%	400.3%
速动比率	225.8%	479.7%	436.7%	400.3%
每股指标(元)				
每股收益	0.08	0.02	0.07	0.10
每股经营现金流	163.52	27.52	55.86	87.32
每股净资产	0.97	2.79	2.86	2.96
估值比率				
P/E	110	404	131	85
P/B	9	3	3	3

电子&海外科技组团队介绍

TMT 大组组长、首席电子分析师：耿琛

美国新墨西哥大学计算机硕士。曾任新加坡国立大计算机学院研究员，中投证券、中泰证券研究所电子分析师。2016 年新财富电子行业第五名团队核心成员，2017 年加入华创证券研究所。

分析师：桑梓

埃克塞特大学硕士。曾任职于东方证券另类投资子公司。2017 年加入华创证券研究所。

高级研究员：陈宏毅

台湾成功大学学士。2018 年加入华创证券研究所。

研究员：靳相宜

北京大学、英国伦敦大学学院双硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
 推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%；
 中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间；
 回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
 中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%；
 回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未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，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编：100033 传真：010-66500801 会议室：010-66500900	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编：518034 传真：0755-82027731 会议室：0755-82828562	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编：200120 传真：021-50581170 会议室：021-20572500