

## 新东方在线：深耕沃土，向阳而生

### 在线教育板头快速成长，后续 K12、学前将成新亮点

公司通过新东方在线、酷学网、酷学多纳、东方优播等在线平台及 App 为大学、K-12 及学前阶段学生提供核心学科的在线课外辅导、以及重要考试的在线辅导服务等；公司覆盖方向已经从英语扩展到全学科多领域。2018 财年前 9 个月的营业收入 4.85 亿元，同比增速 48%，超 2017 财年整体收入；2018 财年前 9 个月的净利润为 8077.9 万，同比增长为 17.8%。2018 财年前 9 个月，大学板块、K-12、学前板块的付费人数分别为 85.2 万、12.9 万名、46 万人次。后续，K-12 和学前板块将是公司重点发力方向，业绩持续高增长可期。

### 在线教育行业增速超整体，K-12/学前细分板块增速遥遥领先

2017 年，在线教育市场规模为 1941.2 亿元，同比增长 22.9%，预计 2017-2019 CAGR 为 18.5%，超过教育市场 2015-2020 年 CAGR 12.2% 的整体增速。具体细分板块来看，大学在线教育是最大的细分组成，占比 39.6%；K-12 赛道 2017-2022 CAGR 38.2%，学前板块 2017-2019 CAGR 30.6%，领先于其他在线教育赛道。此外，《扩大和升级信息消费三年行动计划》及《民促法(送审稿)》等多项政策利好在线教育板块。

### 三大逻辑看好龙头发展，依托独家优势辉煌再造

(1) 依托新东方集团庞大优质的师资资源，公司后续教学内容丰富多彩。新东方在线中 94% 师资是集团兼职教师，且 2017 年集团优秀中还有近 260 位教师未在平台开课，教育视频内容仍有较大空间挖掘。(2) 依托名师线下导流线上的独家优势，新东方在线单付费用户的营销成本为 131 元，远低于友商 1200 元的获客成本；同时，线上课程单课时价格远低于线下课程，极具获客优势。(3) 通过东方优播和多纳品牌重点发力 K-12 和学前市场两大高速增长市场；同时，新东方集团在 K-12 和学前仍具龙头优势，未来增长值得期待。

**盈利预测与估值：**预计 2018-2020 年，公司实现净利润 1.33 亿/1.82 亿/2.45 亿，同比增长 43.7%/37.3%/34.4%。估值方面，在线教育与线下实体教育运营模式和资产结构不一致；在线教育运营模式更接近于互联网平台型公司，故参考阅文集团等估值更具合理性。考虑到新东方在线在行业中龙头地位和盈利能力，给予新东方在线 2018 年 60x PE，对于目标市值为 78 亿人民币。

**风险提示：**付费人数增长不达预期；K12/学前产品不达预期。

请参阅最后一页的重要声明

## 互联网传媒

维持

买入

武超则

wuchaoze@csc.com.cn

010-85156318

执业证书编号：S1440513090003

香港牌照号：BEM208

曾荣飞

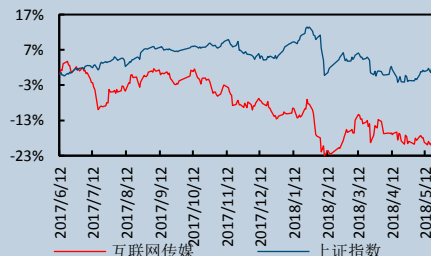
zengrongfei@csc.com.cn

010-85156318

执业证书编号：S1440513090003

发布日期：2018 年 08 月 16 日

### 市场表现



### 相关研究报告

- |          |  |
|----------|--|
| 18.06.06 | 小程序微信的功守道——流量内部流转为守，开启智慧零售为攻               |
| 18.05.21 | 哔哩哔哩（BILI）：“为爱发电”构筑 Z 世代精神家园，多元探索绽放货币化潜力无限 |
| 18.03.14 | 影视系列报告 3：从银幕建设到院线整合，聚流变现时代需场景与创新           |
| 18.02.27 | 影视系列报告 2：在线票务比翼齐飞，以票为源意略纵横                 |
| 18.01.26 | 影视系列报告 1：票房开门红趋势依旧，国产质量提升拓新空间              |

## 目录

一、公司概况：在线龙头引领板块崛起，优质基因布局三大赛道.....	1
1.1 公司简介：依托新东方优质教育资源，布局线上业务协同发展.....	1
1.2 财务情况：大学教育成主要收入，多项财务指标惊艳全场.....	3
二、行业简述：教育线上红利持续，两大明珠冉冉升起.....	6
2.1 在线教育：线上增速超整体市场，大学和 K-12 成重要方向.....	6
2.2 课外辅导&备考：线上化占比持续提升，语言 K-12 学前细分增速突出.....	8
2.3 格局&趋势：双龙头领衔市场发展，技术提效和社群化成趋势.....	10
三、公司详述：四大平台全面布局，攻坚 K-12 和学前优质赛道 .....	12
3.1 战略布局：强化师资与内容优势，深挖提升 K12 和学前份额.....	12
3.2 新东方在线：在线教育第一网站，全面优质成核心标签.....	14
3.3 东方优播：K-12 线上培训新思路，师资资源成竞争优势 .....	18
3.4 其他业务：抢占学前儿童市场空间，衍生开发有效变现流量.....	20
四、公司分析：独家优势缔造行业龙头，三大逻辑看好后续发展.....	24
五、盈利预测与估值 .....	28
六、风险提示 .....	29

## 图表目录

图 1：新东方在线的历史沿革图 .....	1
图 2：新东方在线主要用户及产品 .....	2
图 3：新东方在线获奖情况 .....	2
图 4：北京迅程股权结构 .....	2
图 5：新东方在线(开曼群岛注册)的股权结构.....	2
图 6：新东方在线的主要控股和参股子公司 .....	3
图 7：部分控股/参股公司主要产品或网站 .....	3
图 8：2016-2018 年 2 月营业收入及成本(亿元) .....	4
图 9：2016-2018 年 2 月公司净利润(万元) .....	4
图 10：2016-2018 年 2 月营业收入构成 .....	4
图 11：2016-2018 年 2 月公司毛利率和净利率 .....	4
图 12：2016-2018 年 2 月公司部分业务毛利率 .....	5
图 13：2016-2018 年 2 月三项费用率 .....	5
图 14：2016-2018 年 2 月经营活动现金流 .....	5
图 15：2016-2018 年 2 月递延收益及流动负债 .....	5
图 16：2010-2019 年在线教育市场规模及增速 .....	6
图 17：2008-2017 年在线教育用户规模及增速 .....	6
图 18：2012-2022 年 K-12 在线教育市场规模及增速.....	6
图 19：2012-2019 年学前在线教育市场规模及增速 .....	6
图 20：2008-2017 年大学在线教育市场规模及增速 .....	7
图 21：2012-2019 年学前在线教育市场规模及增速 .....	7

图 22: 2017 年在线教育用户年龄分布 .....	7
图 23: 2017 年在线教育用户地域分布 .....	7
图 24: 家长对在线教育的接受度 .....	8
图 25: 在线教育所面临的环境背景 .....	8
图 26: 2013-2022 中国课外辅导和备考市场规模 .....	8
图 27: 2013-2022 在线课外辅导和备考市场规模(亿).....	8
图 28: 2013-2022 中国课外辅导和备考市场结构 .....	9
图 29: 2013-2022 在线课外辅导和备考付费学生人次 .....	9
图 30: 在线和线下课外辅导的区别与优势 .....	9
图 31: 在线课外辅导和备考市场所需核心壁垒 .....	9
图 32: 在线教育市场的主要参与者 .....	10
图 33: 2017 年在线教育的市场份额 .....	10
图 34: 在线教育市场的盈利模式 .....	10
图 35: 在线教育社群学习的现状与未来 .....	10
图 36: 在线教育中学生与平台的精准匹配 .....	11
图 37: 公司战略布局 .....	12
图 38: 公司业务结构 .....	12
图 39: 2016-2018 年 2 月公司学生报名流水(万元).....	13
图 40: 2016-2018 年 2 月大学教育学生报名流水(万元).....	13
图 41: 2016-2018 年 2 月各分部付费学生人次占比 .....	13
图 42: 2016-2018 年 2 月各分部学生平均开支(元).....	13
图 43: 新东方在线总体人员结构 .....	14
图 44: 公司的销售及推广渠道 .....	14
图 45: 新东方在线平台课程提供 .....	15
图 46: 新东方在线网页课程界面及其功能 .....	15
图 47: 新东方在线移动 App 课程界面及其功能.....	15
图 48: 2017M7-2018M6 新东方在线 vs 沪江英语 MAU(万).....	16
图 49: 201710-201806 新东方在线移动 APP MAU .....	16
图 50: 2016-2018 新东方在线注册用户增速 .....	16
图 51: 2016-2018 新东方在线付费用户增速 .....	16
图 52: 新东方在线网站用户年龄分布 .....	16
图 53: 沪江英语网站用户年龄分布 .....	16
图 54: 新东方在线网站用户分布区域 .....	17
图 55: 沪江英语网站用户分布区域 .....	17
图 56: 新东方在线平台 vs 沪江网校的课程单课时价格对比 .....	17
图 57: 新东方在线平台部分课程名师 .....	18
图 58: 东方优播运营模式 .....	19
图 59: 东方优播网页课程界面及主要功能 .....	19
图 60: 乐播课 App 课程界面及主要功能.....	19
图 61: 东方优播平台各学科名师数目 .....	20
图 62: 东方优播平台各教学阶段名师数量 .....	20

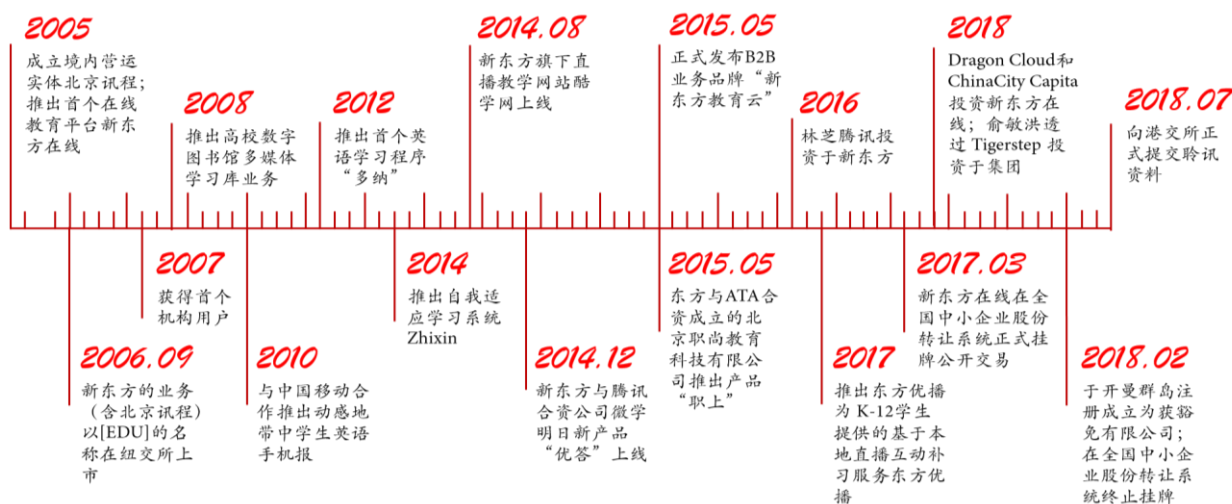
图 63: 东方优播与学而思不同课程价格 .....	20
图 64: 东方优播与学而思不同课程课时单价 .....	20
图 65: 多纳系列 App 与多纳学英语主界面.....	21
图 66: 多纳学英语 App 简介 .....	21
图 67: 2017M9-2018M6 多纳学英语移动 App MEVD(万小时).....	21
图 68: 多纳学英语移动 App 使用人群地域分布.....	21
图 69: 多纳品牌衍生品 .....	22
图 70: 2017M9-2018M6 多纳学英语移动 App MAU(万) .....	22
图 71: 酷学英语 PC 功能 .....	22
图 72: 酷学英语 App 功能 .....	22
图 73: 新东方在线 B2B 业务模式 .....	23
图 74: 新东方在线 B2B 产品 .....	23
图 75: 2016-2018 年 2 月公司机构客户总营收(亿).....	23
图 76: 2013-2017 财政年度新东方集团教师数目 .....	24
图 77: 新东方集团优秀教师 vs 新东方在线优秀教师 .....	24
图 78: 新东方集团北京分区各类课程教师数目 .....	24
图 79: 新东方北京分区线下课程数目(中学辅导除外).....	24
图 80: 2015-2017 财年营销推广开支对比(亿) .....	25
图 81: 2015-2017 财年单生源营销推广开支对比(元).....	25
图 82: 2015-2017 财年单位营收推广成本对比(元).....	25
图 83: 2017 财年新东方集团 vs 新东方在线注册人次(万) .....	25
图 84: 新东方在线与新东方集团线下课程课时单价对比.....	26
图 85: 2013-2022 年学前在线课外辅导&备考市场 .....	27
图 86: 2013-2022 年 K-12 在线课外辅导&备考市场 .....	27
图 87: 2012-2017 年学前教育线上化率 .....	27
图 88: 2012-2018 年学前教育线上化率 .....	27
图 89: 2018-2020 年公司营业收入预测 .....	28
图 90: 部分港股教育标的和可对标公司估值 .....	28

## 一、公司概况：在线龙头引领板块崛起，优质基因布局三大赛道

### 1.1 公司简介：依托新东方优质教育资源，布局线上业务协同发展

依托大股东新东方优质的教育经验和深厚的资源积累，新东方在线与大股东协同发展，并迅速成长为中国最大的综合线上教育服务供应商。2005年3月，北京迅程网络科技有限公司在北京中关村成立，并推出了首个在线教育平台“新东方在线”，开创了在线教育市场。2006年9月，母公司北京新东方教育科技发展有限公司在纽交所上市，成为中国大陆在美国上市的第一家教育机构。随后，北京迅程陆续推出了儿童教育品牌“多纳”、自我适应学习系统“知心(Zhixin)”、直播教学网站“酷学网(www.koo.cn)”、自适应移动学习 App “优答”等产品，成为在线教育领域具有影响力的龙头公司。2016年1月，腾讯旗下林芝腾讯投资新东方在线3.2亿元，持股比例12.5%。2017年，新东方在线基于本地直播互动推出针对K-12学生的东方优播，深耕K-12在线教育市场。作为公司重要里程碑，新东方在线于2017年3月21日在全国中小企业股份转让系统(新三板)正式挂牌交易，并于2018年2月14日终止挂牌。2018年2月，新东方在线在开曼群岛注册成立获豁免有限公司。2018年7月17日，新东方在线向港交所正式提交聆讯资料，开启港股上市历程及发展新阶段。

图 1：新东方在线的历史沿革图



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

目前，新东方在线的产品和服务通过 B2B 和 B2C 方式全面覆盖三大客户群体，并凭借优质品牌获得业界认可。在 B2C 方面，公司通过四大在线课程教育平台——新东方在线、酷学英语、东方优播、多纳，全面覆盖了大学教育、K-12 教育及学前教育。在 B2B 方面，公司主要为大学、公共图书馆、公营机构以及电信运营商及在线视频供应商等机构客户提供教育内容套餐。公司也向第三方授权多纳品牌及产品，包括出版商、玩具制造商、办公室及家庭用品制造商以及学前教育服务商等。公司凭借优质的服务和产品获得了多项业内奖项。例如，网易金翼奖——2017 年品牌影响力教育机构、2016 年腾讯教育年度影响力在线教育品牌、新华网教育论坛 2016 年度在线教育创新品牌等。



图 2：新东方在线主要用户及产品



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

图 3：新东方在线获奖情况

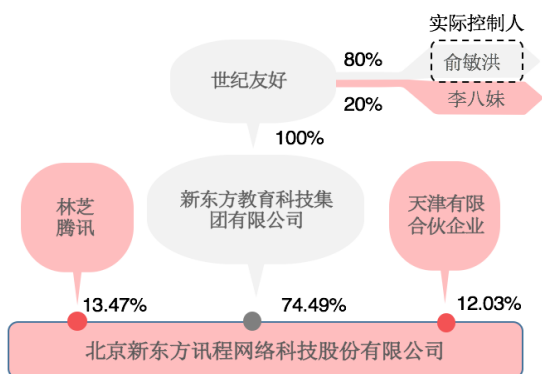
奖项	获奖年份	颁奖机构
十大影响力教育机构	2018	微博
金翼奖—品牌影响力教育机构	2017	网易
2017 年度影响力在线教育品牌	2017	百度
十大最具人气在线教育品牌	2017	360
2016 年度影响力在线教育品牌	2016	腾讯
2016 年度最受欢迎教育品牌	2016	爱奇艺
2016 年度最受用户信赖教育机构	2016	网易
在线教育创新品牌	2016	新华网
品牌价值在线教育机构	2015	新浪

资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

即将上市的新东方在线(开曼群岛注册)的控股股东为新东方教育科技集团，实际控制人为俞敏洪先生。控股股东新东方教育科技集团持有公司 66.72%股权。Tigerstep 由一项以俞敏洪先生及其家族为受益人的家族信托全资持有；Tigerstep 持股新东方集团 13.5%股权，持有新东方在线 1.85%股权。第二大股东 Image Frame 为意向架构，是腾讯的附属公司，持有公司 12.06%股权。Dragon Cloud 由个人独立第三方唐华女士(景林私募股权基金实控人蒋锦华的夫人)持有，持有公司 6.87%股权。股东 Auspicious 由公司运营实体北京迅程的境内雇员股份计划参与者持有，共持有公司 1.97%股权。First Bravo、Nova Max、Perfect Go 由公司高管孙畅女士、潘欣先生、尹强先生分别持有 1.97%、1.25%、0.45%股权。高管、核心人员与公司股权绑定，对公司未来发展彰显信心。

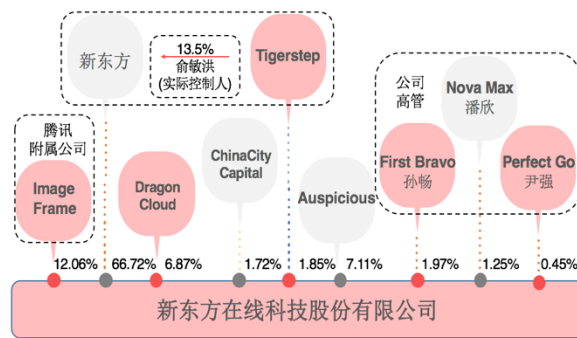
新东方在线的境内运营实体北京迅程的股权由新东方中国持有 74.49%股权，世纪友好全资持有新东方中国；世纪友好为公司实际控制人俞敏洪先生控制的企业，俞先生拥有 80%股权，俞先生的母亲李八妹女士占有世纪友好 20%权益。北京迅程其余股份由深圳腾讯产业的附属公司林芝腾讯及天津有限合伙企业分别持有 13.47%和 12.03%股权。

图 4：北京迅程股权结构



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

图 5：新东方在线(开曼群岛注册)的股权结构



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

北京迅程旗下拥有控股或参股公司 8 家，包括酷学慧思、东方优播、寓乐世界、职尚、翼欧、尚悦等。公司于 2013 年 2 月通过控股合并方式设立酷学慧思，推出直播教学网站酷学网，并拥有 100%股权。2015 年 4 月，与 ATA 合资成立的职尚教育推出产品“职上”，并占有 40%股权。2015 年 5 月投资寓乐世界(又称寓乐湾)，并收

购其 36%股权，在线教育布局再下一城；作为 STEAM 跨学科学习课程及产品服务机构，寓乐世界已面向 5000 多所中小学、为 60 多万中小學生提供課內及課外的創客教學及產品服務，在全國直營、加盟及合作辦學校區超過 200 所。2017 年 6 月，公司對直播線上平台服務供應商翼歐進行股權投資，以提升視音頻傳播技術，並利用其直播傳輸平台提供東方優播及多納外教學堂課程。2017 年 7 月，新東方在線投資成立東方優播，針對低線城市學生提供的地區性直播互動輔導服務，率先涉足了低線城市 K-12 教育市場的空白區域，穩固市場地位並提升公司品牌知名度。2017 年 8 月，公司投資天津迅程尚悅，占有 49% 股權；2017 年 9 月，公司和天津迅程尚悅共同成立東方新創，並占有其 49% 股權。

**圖 6：新東方在線的主要控股和參股子公司**

被參控公司名稱	參控關係	註冊地	參股比例	業務性質	主營產品/服務
北京酷學慧思網絡科技有限公司	子公司	北京	100.00%（直接）	技術開發服務	在線補習服務
北京東方優播網絡科技有限公司	子公司	北京	51.00%（直接）	技術開發服務	在線 K-12 補習服務
北京寓樂世界教育科技有限公司	聯營企業	北京	36.00%（直接）	技術開發服務	寓樂世界創客視頻平台
北京翼歐教育科技有限公司	聯營企業	北京	10.00%（直接）	技術開發服務	直播傳輸平台
北京職尚教育科技有限公司	聯營企業	北京	40.00%（直接）	技術開發服務	職上網
天津迅程尚悅教育科技有限公司	聯營企業	天津	49.00%（直接）	技術開發服務	
北京時代云圖圖書有限責任公司	聯營企業	北京	25.00%（直接）	圖書出版	
霍尔果斯東方新創股權投資合夥企業	聯營企業	新疆	49.00%（直接）	租賃和商務服務	

資料來源：招股說明書，中信建投證券研究發展部

**圖 7：部分控股/參股公司主要產品或網站**


職上網 www.51zhishang.com



京東上部分時代云圖圖書



寓樂世界 www.stemedu.cn

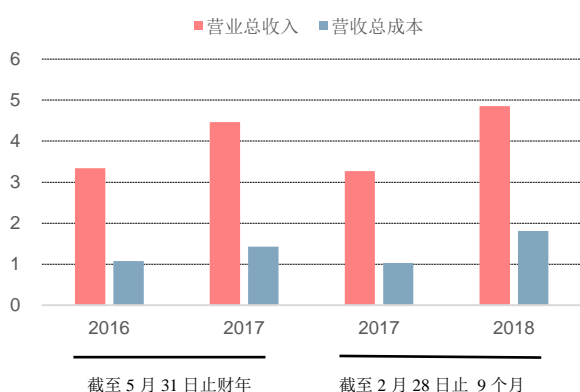


翼歐 www.talk-cloud.com

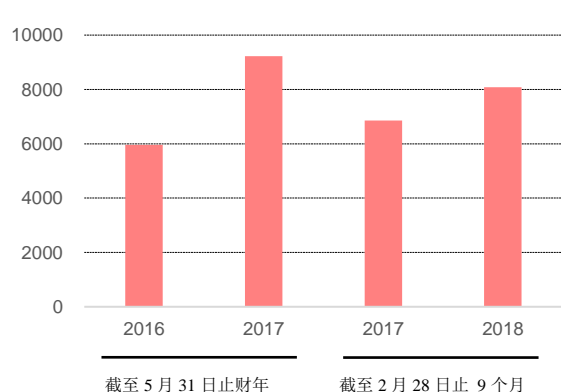
資料來源：各官網，中信建投證券研究發展部

## 1.2 財務情況：大學教育成主要收入，多項財務指標驚艷全場

**新东方在线营收和净利润增速值得期待。**2017 财年，新东方在线营业收入为 4.46 亿元，同比增长 33.52%；2018 财年 9 个月的营业收入 4.85 亿元，同比增速 48%，超过 2017 财年整个收入体量。从营业成本来看，2017 财年营业成本为 1.43 亿元，同比增长 32%，与营收增速接近；2018 财年 9 个月的营业成本为 1.81 亿元，同比增速为 76.8%，主要由于 K-12 部分业务扩张导致教学成本、课程研发人员成本及教材费用增加。2016 财年和 2017 财年，毛利率分别为 67.4%、68.0%，基本持平；2018 财年因为业务扩展，毛利率微降。从净利润方面，2017 财年为 9221.2 万，同比增长 55%；净利率也从 2016 财年 17.8% 增长到 2017 财年 20.7%，主要原因是公司品牌知名度提升，营收规模逐渐扩大，同时成本管控能力有所加强。2018 财年前 9 个月净利润为 8077.9 万，同比增长为 17.8%。后续，公司营收和净利润高增长均值得期待。

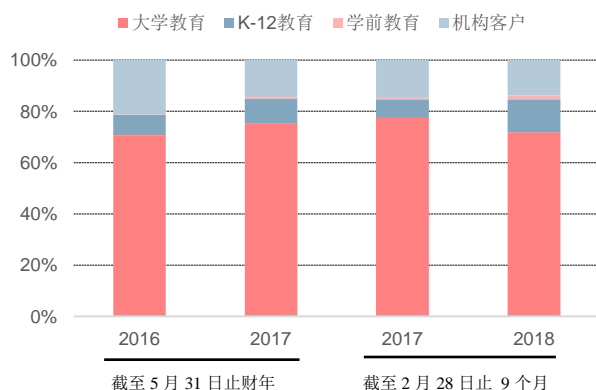
**图 8：2016-2018 年 2 月营业收入及成本(亿元)**


资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

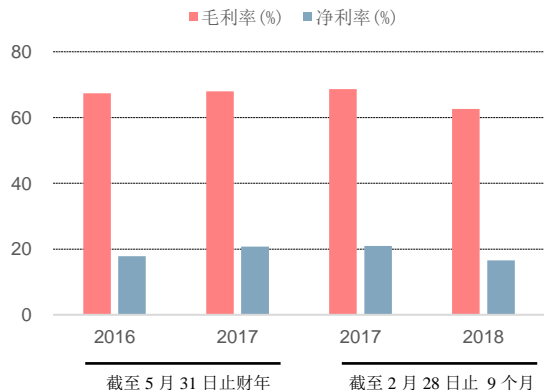
**图 9：2016-2018 年 2 月公司净利润(万元)**


资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

从收入结构来看，大学部分是主要收入来源。2017 财年，大学教育占总收入比重为 75.2%，同比提升了 4.5 个百分点；2018 财年前 9 个月，大学部分占比为 71.7%；大学教育的毛利率近两年略有上升，分别为 63.5% 和 66.8%。另一方面，K-12 部分占比逐步提升。2017 财年，K-12 收入占比为 14.4%，同比提升 6.4 个百分点；2018 财年前 9 个月，K-12 部分占比为 13%，同比提升 5.7 个百分点。2017 年，公司加设私播课和免费/低价的东方优播直播课程，增加了部分的开发投资成本，K-12 教育毛利率由 2016 财年的 62.1% 下降至 2017 财年的 59.0%。学前教育部分占比也在逐步提升，但当前占比可忽略，后续值得期待。

**图 10：2016-2018 年 2 月营业收入构成**


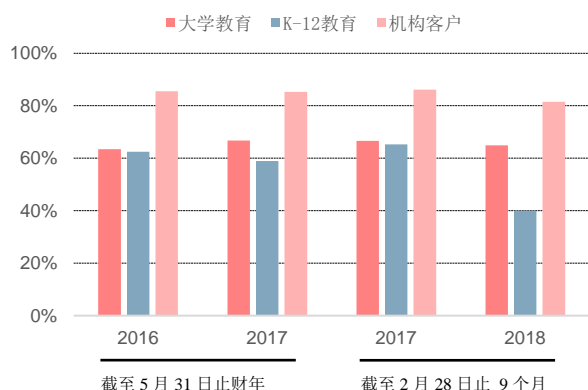
资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

**图 11：2016-2018 年 2 月公司毛利率和净利率**


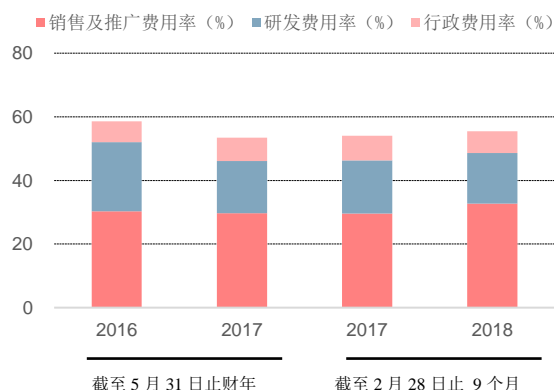
资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部



三项费用率呈下降趋势。2017 财年，公司销售及推广费用率为 29.7%，同比微降；研发费用率为 16.4%，下降 5.3 个百分点；行政费用率为 7.3%，基本持平。2018 财年前 9 个月，三项费用率基本持平，总计为 55.5%(去年同期为 54%)。由于在线培训行业本身业务的扩张在一定程度上跟公司的营销力度有着较强的相关性，2018 财年，公司扩大在线推广渠道从而导致营销成本增加，同比提升 3.1 个百分点。

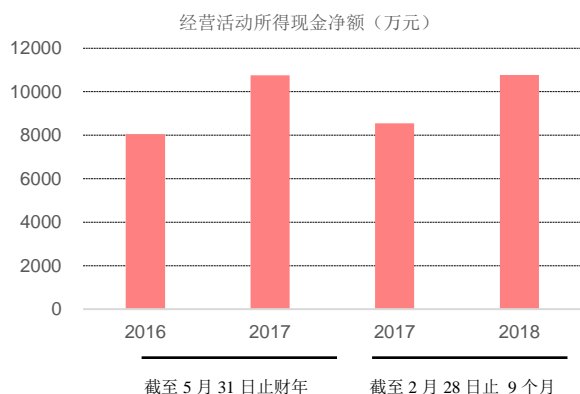
**图 12：2016-2018 年 2 月公司部分业务毛利率**


资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

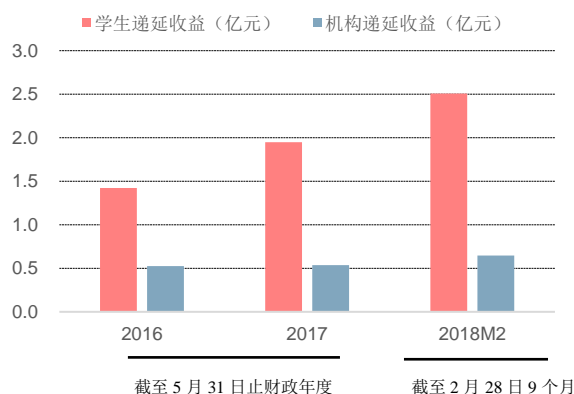
**图 13：2016-2018 年 2 月三项费用率**


资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

新东方在线拥有较好的现金流和递延收益。公司的经营净现金流量由 2016 财年的 8049 万元增长至 2017 财年的 1.08 亿元，微高于公司的净利润。2018 财年前 9 个月的经营净现金流为 1.08 亿元，接近 2017 财年的经营净现金流。另一方，公司的学生递延收益从 2016 财年的 1.42 亿增加至 1.95 亿；2018 年 2 月底，递延收益总额为 3.15 亿元(学生递延收益 2.51 亿，机构递延收益 0.65 亿)。经营活动净现金流和递延收益的关系，既说明公司拥有较好的现金流入，也显示了公司未来收益的确定性。

**图 14：2016-2018 年 2 月经营活动现金流**


资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

**图 15：2016-2018 年 2 月递延收益及流动负债**


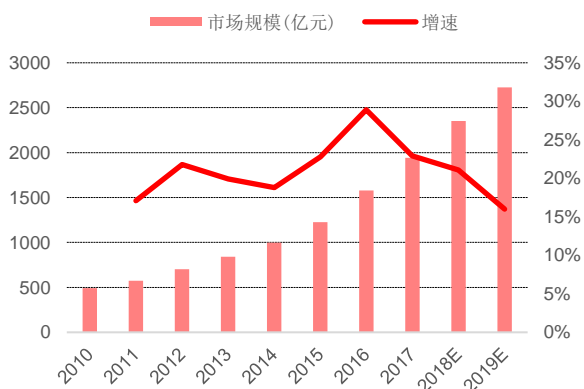
资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

## 二、行业简述：教育线上红利持续，两大明珠冉冉升起

### 2.1 在线教育：线上增速超整体市场，大学和 K-12 成重要方向

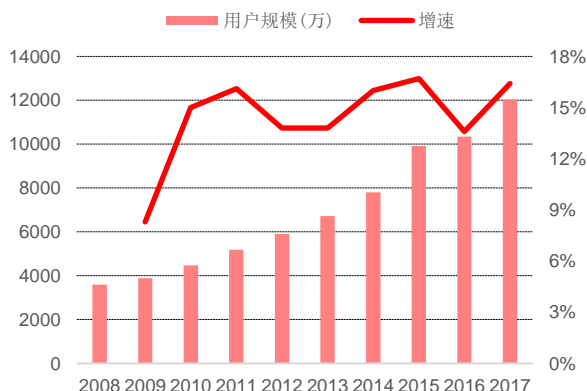
在线教育市场增速高于整体教育产业，是教育市场中重要的细分赛道。2017 年，在线教育市场规模为 1941.2 亿元，同比增长 22.9%，过去 7 年 CAGR 达 21.7%；预计 2019 年市场规模将达 2727 亿，2017-2019 CAGR 达 18.5%，在线教育市场仍处于稳定发展阶段。根据智研数据，教育市场规模由 2015 年的 1.64 万亿增至 2020 年 2.92 万亿，CAGR 为 12.2%。在线教育市场未来增速高于整体市场发展。从在线教育人数来看，2017 年在线教育用户规模为 1.2 亿，同比增长 16.4%；人均 ARPU 值为 1618 元。人数增长是未来产业发展的主要增长点。

图 16：2010-2019 年在线教育市场规模及增速



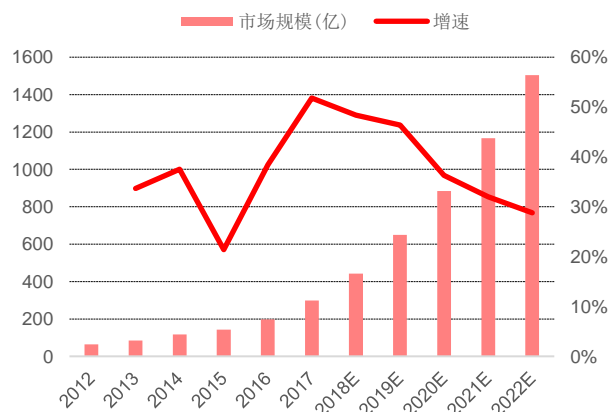
资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图 17：2008-2017 年在线教育用户规模及增速



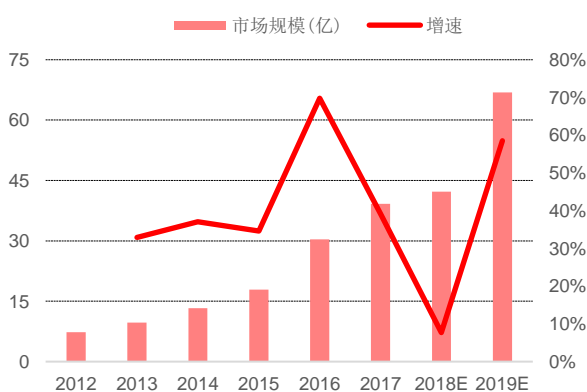
资料来源：智研咨询，中信建投证券研究发展部

图 18：2012-2022 年 K-12 在线教育市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图 19：2012-2019 年学前在线教育市场规模及增速

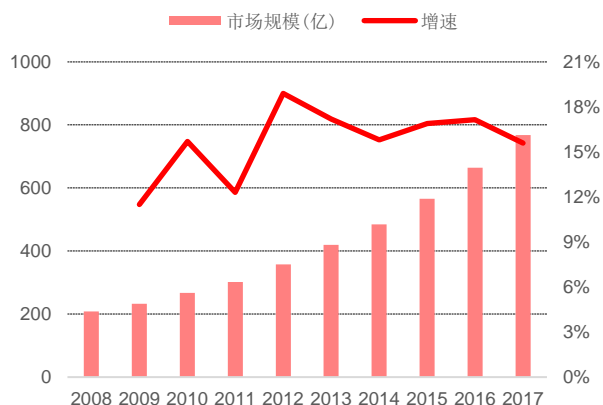


资料来源：易观智库，中信建投证券研究发展部

大学在线教育是在线教育中最大的细分构成，而 K-12 在线教育未来增速最高。在线教育也可以继续细分为学前在线教育、K-12 在线教育、大学在线教育等。2017 年，学前在线教育、K-12 在线教育和大学在线教育的市

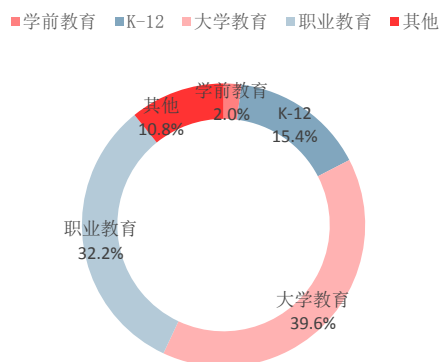
市场规模分别为 39.2 亿、298.7 亿、768.1 亿元。从规模来看，大学在线教育是在线板块中重要部分，占整个在线教育的 39.6%。儿童对眼健康和交互性考虑、K-12 对教学效果等考量，发展空间相对弱于大学在线教育和职业在线教育，后续发展空间较大。从增速来看，K-12 赛道 2017-2022 CAGR 38.2%，成为教育中高增速细分；此外，学前板块 2017-2019 CAGR 30.6%，细分行业虽小但增速较高。

图 20：2008-2017 年大学在线教育市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

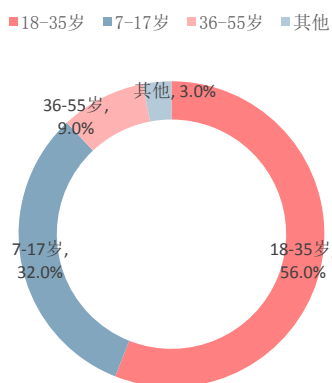
图 21：2012-2019 年学前在线教育市场规模及增速



资料来源：百度教育研究、艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

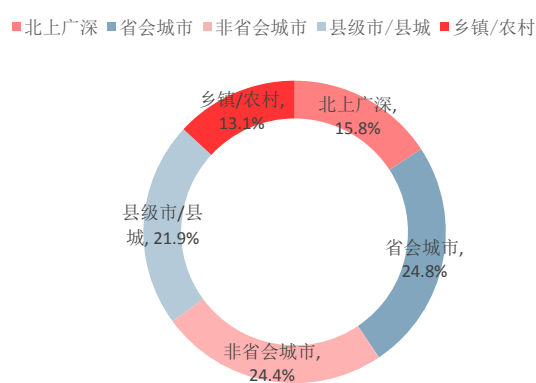
从用户肖像来看，18-35 岁大学后人群和非省会人群是在线教育用户的重要组成。从用户年龄上来看，18-35 岁(大学生和已毕业人群)人群占比为 56%，成为第一大群体，而这类群体的消费能力和自我管理意识也要强于其他人群，在线教育更适合此类人群。K-12 教育人群占比为 32%；如果按照 1.2 亿在线规模计算约 3840 万人，占 K-12 在校生(总计 1.83 亿)总比重为 20.98%，后续还有较大提升空间。此外，从地理区域来看，北上广深占比仅为 15.8%，省会城市占比 24.8%，大量非重点城市人群是在线教育的消费主力。非一二线城市人口的优质教育资源匮乏等问题可以通过在线化解决，因此也是在线教育的主战场之一。从 K-12 家长对在线教育的接受度来看，74.3%家长会完全允许和允许子女参与在线教育。随着 80 后家长成为 K-12 教育的主要购买者，K-12 在线化接受度还会提升，参与人数和消费能力均有继续提升空间。

图 22：2017 年在线教育用户年龄分布



资料来源：百度教育研究，中信建投证券研究发展部

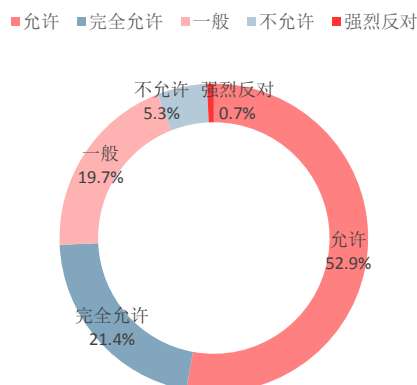
图 23：2017 年在线教育用户地域分布



资料来源：百度教育研究，中信建投证券研究发展部

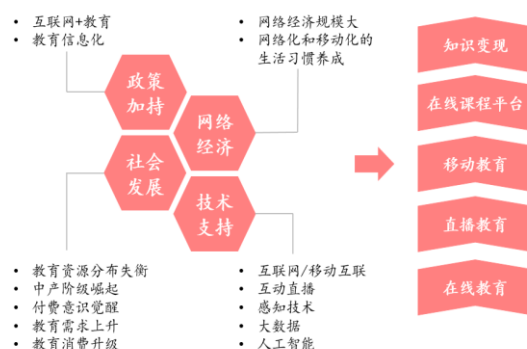
政策、技术等多因素利好在线教育发展。自 2010 年以来，国务院及教育部颁布一系列的在线教育优惠政策。2012 年，教育部颁布《教育信息化十年发展规划(2011-2020 年)》，提出在所有地区各级学校全面覆盖宽带网络，建设数字环境，让所有人均能分享优质的教育资源。2018 年 4 月 13 日，教育部颁布《教育信息化 2.0 行动计划》，表明政府坚定支持信息时代在线教育服务的发展。近期，《扩大和升级信息消费三年行动计划(2018-2020 年)》和《民促法(送审稿)》均大力支持在线教育行业发展。总体来说，在线教育在政策加持和技术利好下快速发展。

图 24：家长对在线教育的接受度



资料来源：《2016-17 教育培训蓝皮书》，中信建投证券研究发展部

图 25：在线教育所面临的环境背景

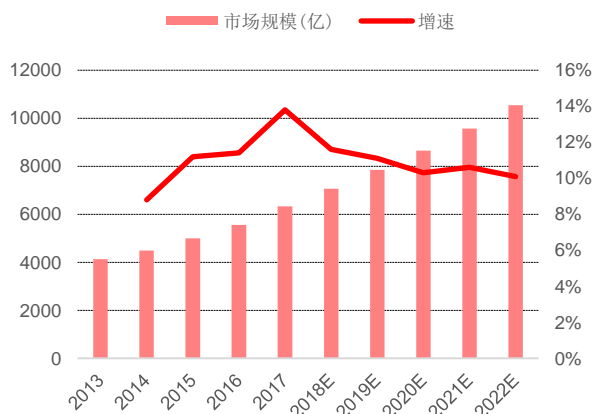


资料来源：百度教育研究，中信建投证券研究发展部

## 2.2 课外辅导&备考：线上化占比持续提升，语言 K-12 学前细分增速突出

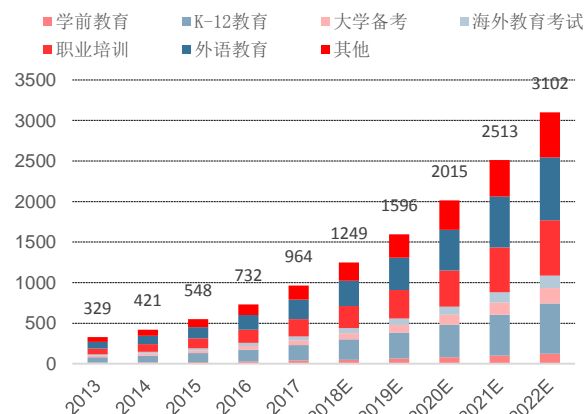
课外辅导和备考是刚需，在线课外辅导和备考市场快速增长。2017 年，我国课外辅导和备考市场规模为 6325 亿，同比增长 13.8%；预计 2022 年，市场规模将达 1.05 亿，2017-2022 年 CAGR 为 10.7%，处于稳定增长阶段。课外辅导和备考的在线化率上从 2013 年 7.98%提升至 2017 年的 15.2%；预计 2022 年在线化率将会提升至 29.4%。2017 年，在线课外辅导和备考市场规模为 964 亿，同比增长 31.7%；预计 2022 年市场规模将达 3102 亿，2017-2022 年 CAGR 为 26.3%，仍处于快速增长阶段。

图 26：2013-2022 中国课外辅导和备考市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，中信建投证券研究发展部

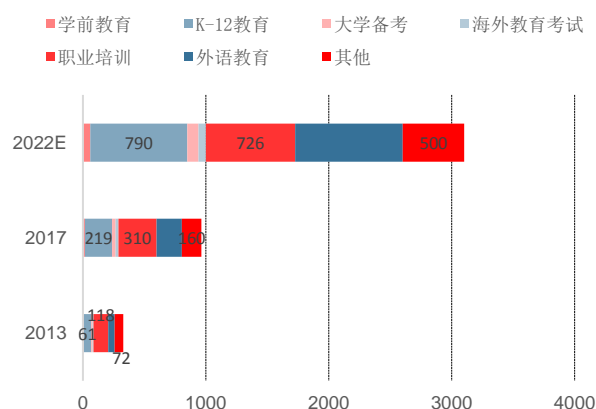
图 27：2013-2022 在线课外辅导和备考市场规模(亿)



资料来源：Frost & Sullivan，中信建投证券研究发展部

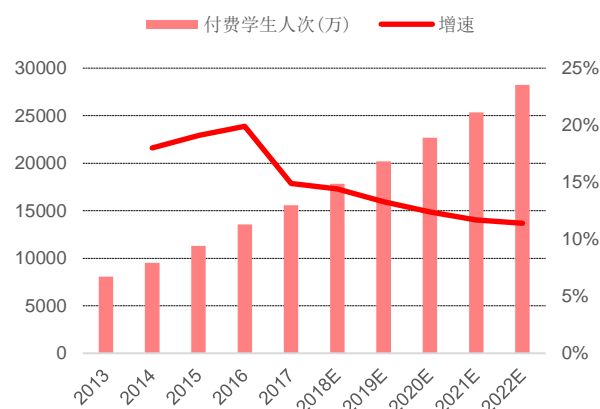
**人次和单次消费双升成趋势，K-12 赛道即将崛起。**2017 年，在线课外辅导和备考学生人次为 1.56 亿人次，同比增长 14.9%，单次消费额为 617.9 元；预计 2020 年，学生消费人次将达 2.83 亿次，单次消费额为 1096 元。可见，人次和单次消费双升是主要趋势。从结构来看，语言教育 2017-2022 年 CAGR 达 33.6%，成为增速最快的细分赛道；此外，大学考试备考、K-12 课程培训、海外教育考试部分、学前教育的复合增速分别为 25.4%、29.3%、21.5%、28.3%。其中，K-12 课外辅导和备考市场规模预计从 2017 年 219 亿增长至 2022 年 790 亿，与语言培训、职业教育共同构成三大在线课外辅导和备考细分市场。

图 28：2013-2022 中国课外辅导和备考市场结构



资料来源：Frost & Sullivan，中信建投证券研究发展部

图 29：2013-2022 在线课外辅导和备考付费学生人次



资料来源：Frost & Sullivan，中信建投证券研究发展部

**提升教学质量与学习效率是线上课外辅导与备考平台的核心关注点和发展目标。**课外辅导和备考以提分为目标，如何通过优质名师和教学研究来让学生提高成绩就是该领域公司的核心与关注点；在研发和教师资源提升过程中也形成品牌，构建了竞争壁垒。此外，线上教育因学习效率更高、获取便捷灵活、针对性和定制性、便于教学跟踪等特点，使其具有线下无法比拟的优势。总体来看，通过名师、研发、技术等手段来提升教学质量和学习效率是从业机构的要务与壁垒。

图 30：在线和线下课外辅导的区别与优势

类别	线上	线下
易获取性及灵活性	<ul style="list-style-type: none"> <li>无地域或者时间的限制</li> <li>无序通勤</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>地点及时间具有限制</li> <li>需要在通勤上耗费时间</li> </ul>
课程选择	<ul style="list-style-type: none"> <li>课程选择范围广泛</li> <li>支持教育资源有限的地区</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>课程的选择范围有限</li> </ul>
效率	<ul style="list-style-type: none"> <li>学生可灵活跳过若干课程，提升学习效率</li> <li>打破传统的师生关系，提高师生交流频率与学习效率</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>所有的课程必须完成</li> <li>易形成严肃的课堂氛围以及狭窄的师生交流通道</li> </ul>
课堂可管理性	<ul style="list-style-type: none"> <li>相对较少的收到其他学生干扰</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>较易收到周围环境的干扰，以及会存在歧视和欺凌的行为</li> </ul>
成绩以及评估方式	<ul style="list-style-type: none"> <li>可在整个课程中记录和分析学生的行为</li> <li>使用复杂算法进行电子化的测验与评估</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>评估方式和记录方式较为基本，数据分析以及个性化分析较为缺乏</li> </ul>

资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

图 31：在线课外辅导和备考市场所需核心壁垒



资料来源：Frost & Sullivan，中信建投证券研究发展部



## 2.3 格局&趋势：双龙头领衔市场发展，技术提效和社群化成趋势

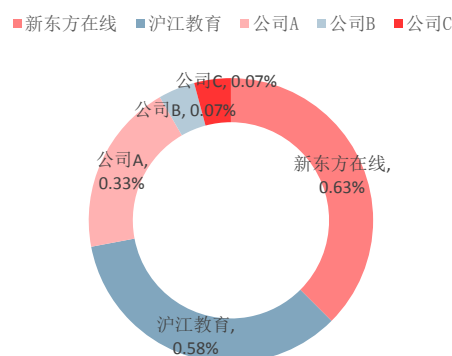
从盈利模式来看，垂直教育标的采用 B2C/C2C 的模式，而互联网巨头则形成了 B2B2C 的商业模式。B2C 模式中，机构利用自身优质的教育资源与研发成果，推出了学习视频、教育工具以及文档资料等产品，并通过 C 端付费购买录播或直播的内容实现盈利；同时，学习工具以及文档资料作为衍生品，为学生提供了课外拓展性学习机会和资源。在 B2B2C 模式中，BAT 等互联网巨头作为中间方，通过给教育培训机构提供巨大潜在的用户人群，帮助培训机构实现学生的线上转化，进而从中获取收入来源。在教学过程中，学生也可以向网师打赏，平台从中抽成。

图 32：在线教育市场的主要参与者



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

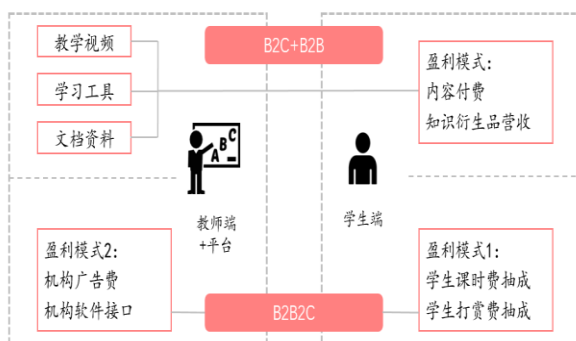
图 33：2017 年在线教育的市场份额



资料来源：Frost & Sullivan，中信建投证券研究发展部

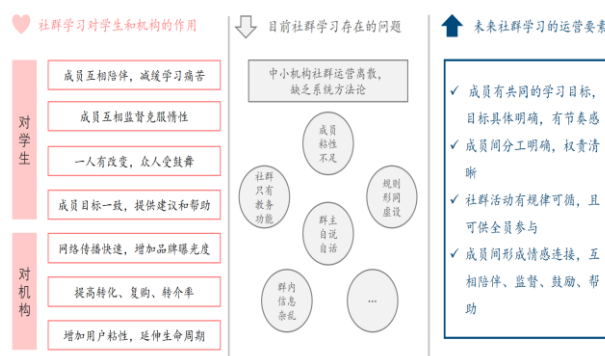
在线课外辅导市场格局高度分散，双龙头领衔行业发展。目前，市场参与者包括垂直教育企业和平台型企业两类。垂直教育标的有新东方在线、沪江、多贝等，互联网平台型企业包括网易云课堂，优酷学堂等。2017 年，五大综合在线教育公司的总营收为 16.12 亿元，占中国在线课外辅导教育市场 1.67%，市场格局相对分散。其中，新东方在线和沪江成为行业两大龙头，市占率分别为 0.63% 和 0.58%。

图 34：在线教育市场的盈利模式



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图 35：在线教育社群学习的现状与未来



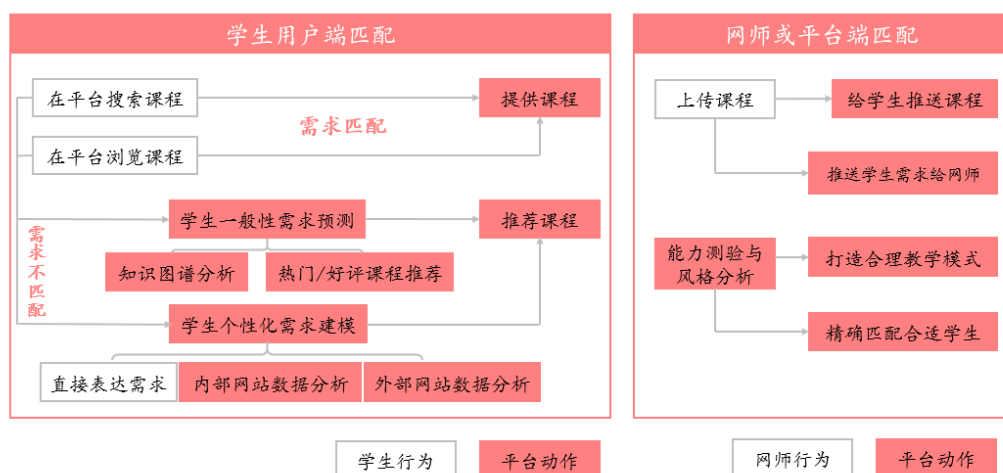
资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

社群化可增强线上粘性，是增强学习效果与体验的重要手段，也是未来在线教育的发展方向之一。线上学习场景感弱化，社交过程也较为简单间接，传统教育的优点一定程度上所有缺失。社交过程有利于提升教学质

量和增强学生在线学习的使用粘性。因此，在线教育未来发展需要解决线下学习氛围和社群还原的问题。未来，对于线上教学工具的开发以及对于社交媒介的优化将是各大平台增加竞争力和优化用户体验的重要探索方向。

**AI、大数据等技术驱动的高效和个性化成为在线教育发展的另一趋势。**在线教育平台能够自然积累学生的学习行为特征与学习路径，在线授课可以根据积累的数据优化自身的教授方法，更好地与学生进行交互和交流，进而提升学习效率和实现教育个性化。此外，大数据可以形成精准的用户画像，平台根据学生的画像将最合理的课程推荐给学生，从而解决供需双方精准匹配问题。未来，随着平台数据的积累，AI、大数据、直播等技术的充分应用，学习效率的提升和个性化将成为未来的重要趋势。

图 36：在线教育中学生与平台的精准匹配



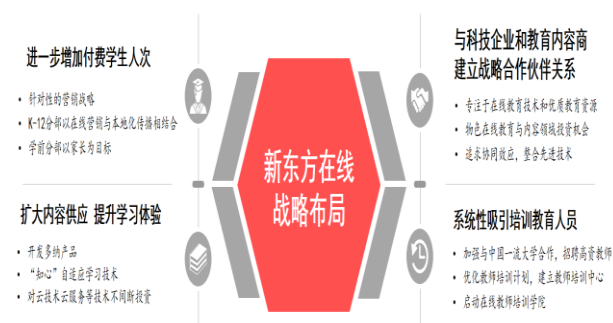
资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

## 三、公司详述：四大平台全面布局，攻坚 K-12 和学前优质赛道

### 3.1 战略布局：强化师资与内容优势，深挖提升 K12 和学前份额

新东方在线将进一步加强在中国在线教育市场的领先地位，将教育与技术相结合，成为学生和教师信赖的教育合作伙伴。(1) 公司计划通过不断开发和完善的内容来扩大各教育分部的产品和课程类别，同时提升学生的学习体验。公司将扩大在 K-12 和学前教育部分的市场份额，并选择性地进军市场需求尚未满足的新部分；公司计划将“知心”自适应学习技术应用于大学和 K-12 课程产品，同时升级现有资讯基础设施和提升基于云的学习平台。(2) 公司将通过留住现有学生和招收新学生来增加付费人次。在大学部分，公司吸引更多计划参加考试或出国留学的学生；在 K-12 分部，通过在线营销和公司在二、三线城市的本地化东方传播业务，迅速扩大大学生入学人次；在学前分部，公司计划以家长为目标，通过在多纳上推广现有产品和课程供应来扩大用户群。(3) 公司计划寻求与科技企业和教育内容提供商建立战略合作伙伴关系并进行投资。公司投资将专注于在线教育的技术和有助于公司扩充课程及产品供应的优质教育资源。(4) 新东方在线在招聘、保留、培训和提升优秀教学人员方面投入更多资源，以支持公司的业务增长。公司进一步优化在北京、上海等一线城市的教师培训计划，并在武汉、西安等知名院校密集的城市建立教师培训中心。公司已于 2018 年 3 月启动了在线教师培训学院，以提高效率更高和更为便捷的培训。

图 37：公司战略布局



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

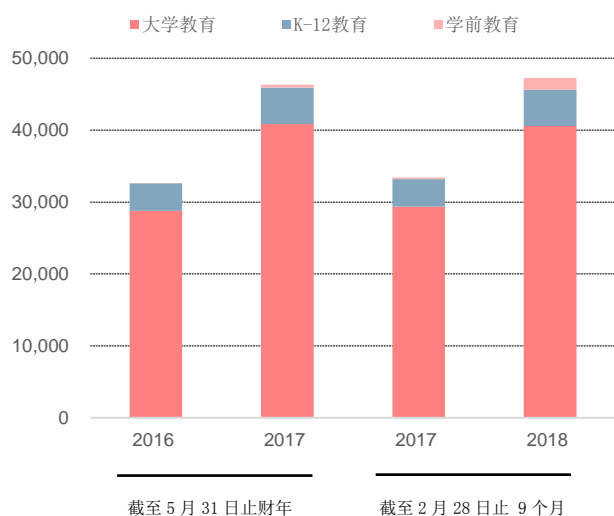
图 38：公司业务结构



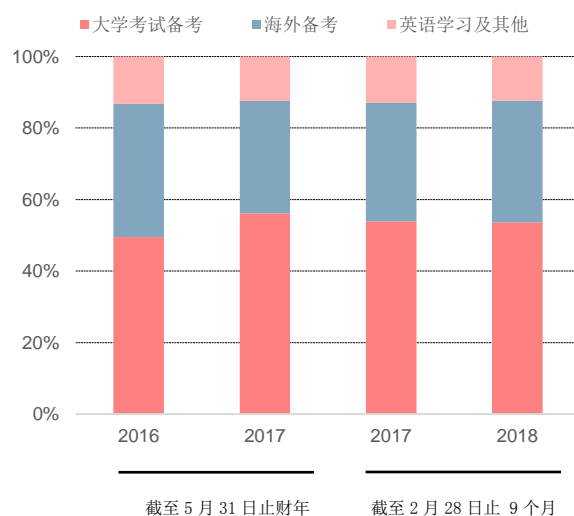
资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

目前，公司业务包括面向个人的在线课堂服务(B2C)及面向学校及机构的品牌授权服务(B2B)的双业务模式。公司通过新东方在线(www.koolearn.com)、酷学网(www.koo.cn)、酷学多纳、东方优播(dfub.com)等在线课程教育平台及 App 为处于不同年龄阶段的学生提供大学教育、K-12 教育及学前教育等核心类别的在线教育课程及职业考试、职业技能等领域的视音频在线教育服务。其中，大学教育主要包括大学考试备考、海外备考及英语学习三类。

在三大核心业务板块中，大学教育在付费用户人数及用户流水中均为主要部分。2018 财年前 9 个月，公司大学教育营收为 4.06 亿元，占 B2C 业务收入比例为 80.3%，与 2017 财年基本持平，远高于 2016 财年(2.88 亿元)。在大学教育中，大学考试备考和海外备考均是主要组成。2018 财年前 9 个月，大学考试备考和海外备考分别占比为 53.62%和 33.97%，比例基本与 2016 财年和 2017 财年相当。从人数来看，2018 财年前 9 个月，大学部分付费人次为 85.2 万，占总付费学生人数的 60.38%。

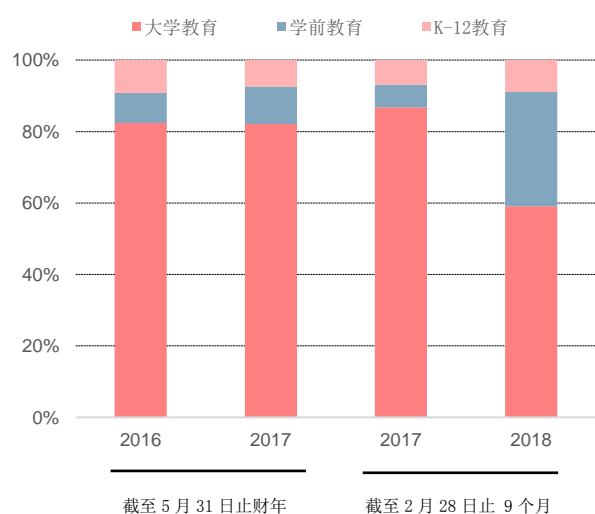
**图 39：2016-2018 年 2 月公司学生报名流水(万元)**


资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

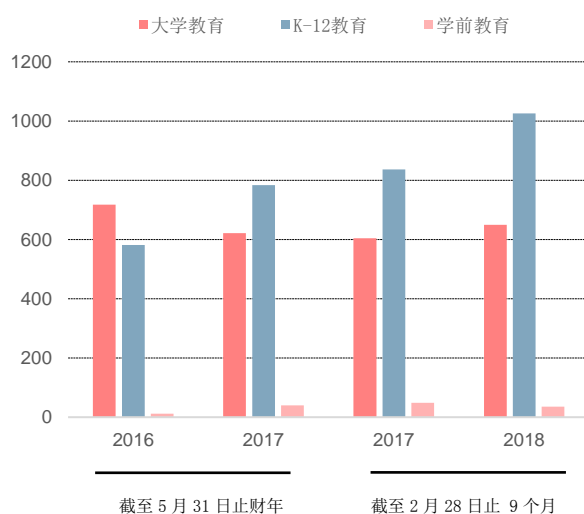
**图 40：2016-2018 年 2 月大学教育学生报名流水(万元)**


资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

**K-12 教育与学前教育学生人次占比快速增长，或将成为公司的战略重点。**在 K-12 教育方面，截至 2018 年 2 月 28 日为止的 9 个月，付费学生人次为 12.9 万名，占付费学生人次总数的 9.14%，去年同期占比为 6.84%，主要原因是公司于 2017 年推出东方优播课程，针对低线城市学生提供的地区性直播互动辅导服务，打开二、三线城市 K-12 教育市场的空白区域，迅速扩大学生入学人次。从学生人均开支来看，截至 2018 年财年前 9 个月，K-12 教育分部学生人均开支为 1026 元。随着入学人数增多，公司在该分部的营业收入将大幅上升。学前教育方面，截至 2018 财年前 9 个月，付费学生人次为 46 万名，占付费学生人次总数的 32.6%，去年同期占比为 6.41%。未来，公司以学生家长(年龄一般在二十至四十之间，更容易接受使用在线教育)为目标，借此进军市场需求尚未得到满足的学前部分。

**图 41：2016-2018 年 2 月各分部付费学生人次占比**


资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

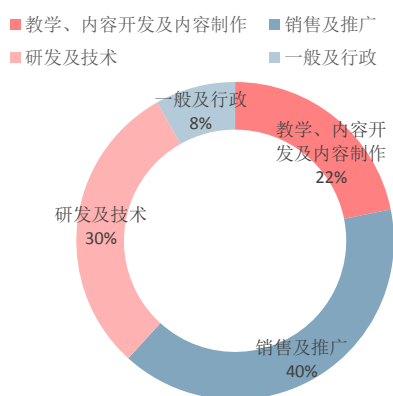
**图 42：2016-2018 年 2 月各分部学生平均开支(元)**


资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

公司投入丰富资源进行招聘、培训及挽留等人才储备活动。公司通过校招会、招聘机构及在线渠道招聘大部分教师及员工，主要通过招聘机构招聘兼职外籍教师。公司利用内部讲师及第三方顾问向员工提供内部培训，并向员工提供有竞争力的薪资、绩效分红等。截至 2018 年 5 月 30 日，公司拥有 980 名全职教师及员工及 3721 名兼职教师及员工；其中，62 名全职教师、957 名兼职教师、53 名全职导师、1525 名兼职导师；大部分兼职教师都来自于新东方集团，具有丰富的教育经验和较好的个人知名度。

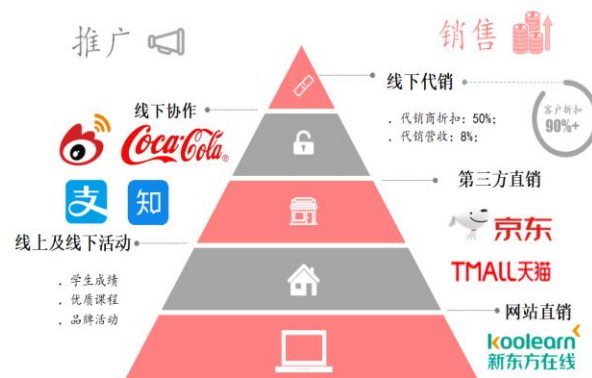
公司采用直销+代销模式，其中主要通过直接在线上平台销售进行招生。依托雄厚的品牌实力，学生可直接在网站上购买课程及产品，亦可通过线上天猫及京东的旗舰店进行购买。公司还从包括品牌及信息流广告、入门课程流量转换、口碑中介、微博微信等新媒体渠道进行营销招生。另外，东方优播也从当地体验店招募学生。在线下销售代理方面，销售代理根据代理的线上账户所支付的虚拟货币向公司做出预付款，并将课程授予学生，届时将会从线上账户扣除虚拟货币。公司通常就销售代理购买的虚拟货币，向他们提供零售课程价格约 50% 的折扣，而代理向客户售价不低于所列价格 90% 折扣。截至 2018 财年前 9 个月，代理销售占总营收约 8%。此外，公司也通过各种线上及线下营销活动来推广品牌；与可口可乐、微博、支付宝及知乎等国内外知名公司协作，为潜在学生举办大量线下活动，使学生有机会参与熟悉公司品牌及课程。

图 43：新东方在线总体人员结构



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

图 44：公司的销售及推广渠道



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

### 3.2 新东方在线：在线教育第一网站，全面优质成核心标签

作为我国在线教育先行者和龙头，新东方在线拥有丰富全面内容覆盖。2005 年，新东方在线首次推出，成为中国最早的在线教育平台之一，也是新东方集团布局和二次变现优质教育资源的途径。目前，新东方在线提供课程主要包括大学考试备考、海外备考、英语学习、K-12 教育及通过多纳学堂提供的学前教育等，以及含医师资格在内的职业资格考试和含证券从业资格考试在内的金融证书考试。总体来看，新东方在线依托新东方集团优质师资资源和科研实力，为大学、K-12、学前等人群提供在线课外辅导和备考方面培训，具体包括职业教育、大学教育、K-12 教育和学前教育四类课程。

新东方在线课程既包括各类英语考试培训，又包括有法语、德语等多语种培训；既包括录播课程，又包括直播+录播等混合形式；既包括各类培训课程，也为用户提供增值服务，如个人辅导及分销课程教材；既有在线课程，新东方在线亦为 iOS/Android 应用程序及 PC/Mac 客户终端提供线下视频、变速视频播放及所有平台的进度同步等其他功能。



图 45：新东方在线平台课程提供



资料来源：公司官网，招股说明书，中信建投证券研究发展部

图 46：新东方在线网页课程界面及其功能



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

图 47：新东方在线移动 App 课程界面及其功能

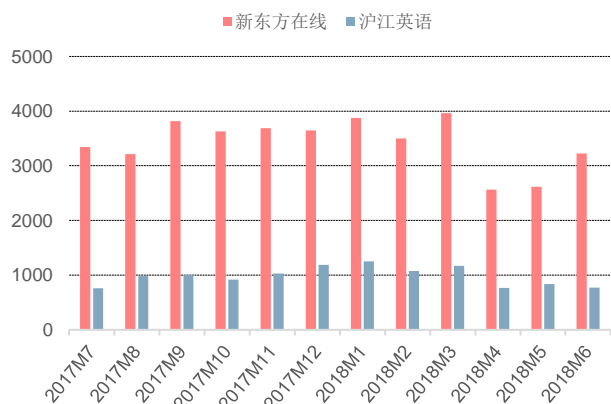


资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

新东方在线网站和 App 使用量行业最高，是目前中国最大的综合线上教育服务的供应商。据艾瑞咨询 PC Web 指数显示，2018 年 6 月，新东方在线网站月度覆盖人数为 3228 万人，环比增长 23.3%，为当月培训机构教育网站第一；与英语教育行业另一龙头沪江英语对比，新东方在线的月覆盖人数是沪江英语的 4.17x，遥遥领先沪江英语以及其他在线教育平台。在移动 App 方面，艾瑞咨询移动 APP 指数显示，2018 年 6 月新东方在线移动 App 月度覆盖人数为 35 万人，环比下跌 0.7%，在语言类教育 App 中排名第 30。同类产品中，CCTalk 互动直播课堂 MAU 为 73 万，排名 20 位；51Talk 无忧英语 MAU 为 48 万，排名 27 位；多纳学英语 MAU 35 万，排名 31 位；沪江网校 MAU 27 万，排名 33 位；VIPKID MAU 16 万，排名 38 位。

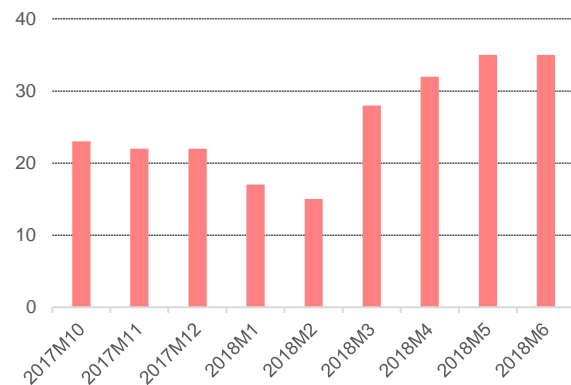
新东方在线注册和付费用户还在稳定持续增长中。根据新东方集团的财报数据显示，新东方在线 3Q18 收入同比 63%，注册用户同比增长 88%，付费用户同比增长 70%；近四个季度注册用户平均增幅 57.5%，且呈现持续上涨趋势和季节特性。付费用户近四个季度平均增速为 31%，且稳定在该区间范围；另外，付费用户 2Q/3Q 的同比增速略高于其他季度。

图 48：2017M7-2018M6 新东方在线 vs 沪江英语 MAU(万)



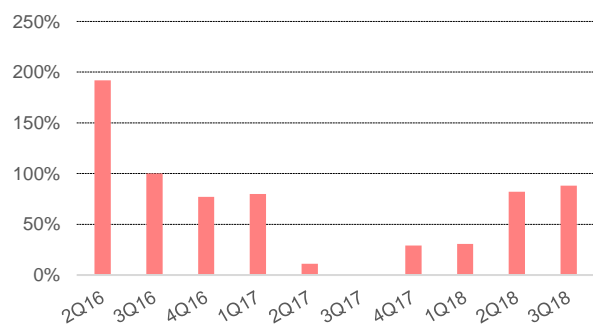
资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图 49：201710-201806 新东方在线移动 APP MAU(万)



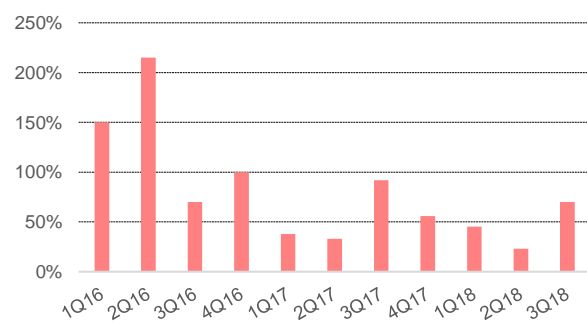
资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图 50：2016-2018 新东方在线注册用户增速



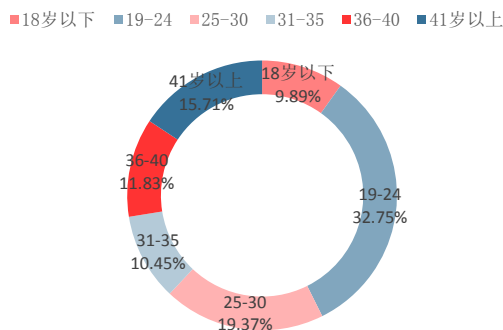
资料来源：公司财报，中信建投证券研究发展部

图 51：2016-2018 新东方在线付费用户增速



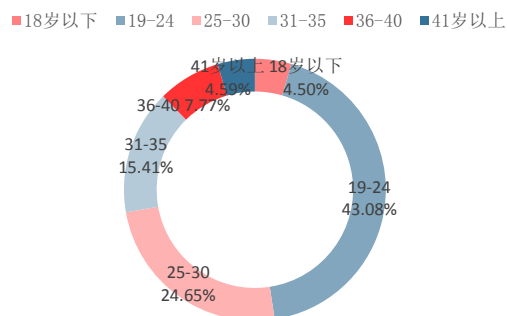
资料来源：公司财报，中信建投证券研究发展部

图 52：新东方在线网站用户年龄分布



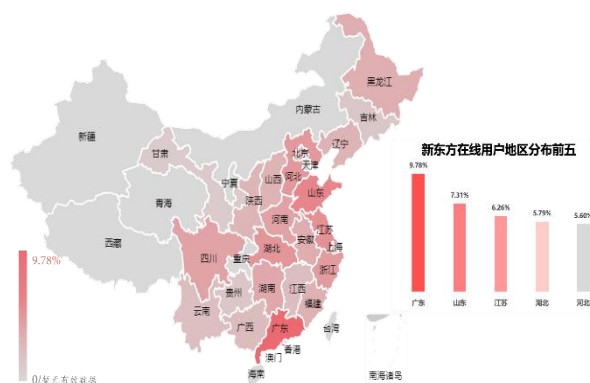
资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图 53：沪江英语网站用户年龄分布



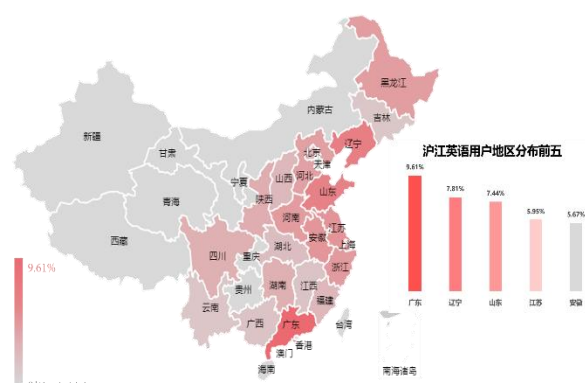
资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图 54：新东方在线网站用户分布区域



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图 55：沪江英语网站用户分布区域

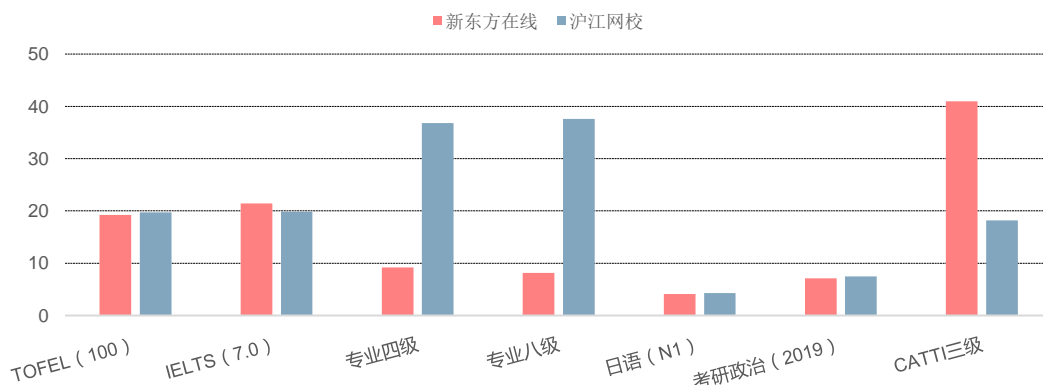


资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

新东方在线平台用户群体年龄分布广泛，区域以广东、山东、江苏等高考大省为主。据艾瑞咨询 PC Web 指数显示，对比沪江英语的 27.7% 的 31 岁以上用户群体，新东方在线 31 岁以上客户更多，共占比 37.99%。31 岁以上年龄段人群包括两类用户，即职业教育学生和学前/K-12 家长。无论家长还是职业教育参与者都是直接付费人群，体现了对新东方在线的关注。另一方面，新东方在线 18 岁以下 K-12 人群占比为 9.89%，远高于沪江英语。从地域来看，新东方在线的用户分布区域广泛。据艾瑞咨询 PC Web 指数显示，新东方在线网站用户主要来源于广东、山东、江苏、湖北、河北等 5 个高考大省，总计占比为 34.55%；沪江英语用户主要来源于广东、辽宁、山东、江苏、安徽等 5 个省份，总计占比为 36.48%。北京、山东、江苏、湖北等教育大省使用新东方在线一方面体现了用户对新东方在线产品和品牌的认可，也有利于未来品牌在其他省份的推广。

新东方在线的产品价格多样化，部分主流商品相对于友商更低。在新东方网站中，四六级、考研等大众性课程的单课时(一般约为 20-30 分钟)价格较低，约为 5-10 元/课时；相对高端课程，如托福(目标 100 分等)、雅思等考试课程，课时价格则在 20-25 元/课时，相对高于一般大众性课程。从渠道来看，新东方在线课程在公司官网，京东商城，天猫商城均有提供，而京东商城和天猫商城存在优惠券等减免活动，相对新东方在线价格会稍低，但基本相同。在与竞品价格对标方面，个别专业化课程，如 CATTI 三级、专业四级等，沪江和新东方存在一定差异；而差异的原因与公司的营销策略相关。

图 56：新东方在线平台 vs 沪江网校的课程单课时价格对比



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

新东方在线拥有庞大的优秀教师队伍，可提供高质量的服务和产品。依托于新东方及高校和师资培训院校的密切合作，公司拥有稳定供应的高素质教师群体。截止 2018 年 5 月 31 日，公司三分之一以上教师持有硕士及以上学历。其中，新东方在线平台上李盛、朱峰、连俊霞等数十位教师都是新东方集团功勋教师、新东方优秀教师等。庞大的教学人员人才“名师堂”使公司能适应和满足多样的学习需求，同时也让公司拥有最大的课程编排灵活性，进而优化课程产品。

图 57：新东方在线平台部分课程名师

教育分部	名师数量	课程类别	代表教师
出国留学	175	TOFEL	李盛（新东方集团优秀教师），唐悦宁（北美教学与研发负责人，新东方十年功勋教师）
		IELTS	朱峰（新东方集团功勋教师），姜大雨（雅思写作 7 分教父）
		GRE	杨子江（新东方 20 周年功勋教师），李延隆（新东方集团十大演讲师）
		GMAT	刘晓峰（新东方 20 周年功勋教师），宁立波（新东方 20 周年功勋教师）
		SAT	齐荣乐（SAT/ACT 阅读名师），陈毅然（美国本科精英计划规划师）
研究生	96	考研	王江涛（新东方考研英语首席主讲），李旭（新东方集团十大演讲师冠军）
		考博	连俊霞（新东方集团优秀教师），唐静（新东方功勋教师）
大学	10	CET4/6	田静（新东方在线“最受学员欢迎的新概念女神”教师），
		托业	艾力（新东方集团教学培训师），汪珺（新东方集团教学管理部总监）
小语种学习	59	日语	安宁（二十余年一线日语教学经验），焦霞（新东方在线最受欢迎的日语名师）
		韩语	韩语（十年一线韩语教学经验），潘鹤浦（新东方韩语优秀教师）
		德语	程亚（新东方德语实力老师兼高级项目专员），马军晖（新东方德语考试班带头人）
		法语	刘雯雯（法语最高水平等级 C2 获得者，新东方优秀教师）
K-12	110	高中	周帅（新东方 20 周年功勋教师），李哲（新东方在线英语名师）
		初中	方侃（北京新东方中考英语项目负责人兼首席主讲），王冰（新东方二十年功勋教师）
		小学	张琪（新东方在线英语名师）
		医师资格	张普（北京三甲医院主治医师，医学考试辅导优秀教师）
		教师资格	张磊（新东方在线教师资格高级讲师）
职业教育	51	公务员	陈道（近十年公考培训经验），尹强（资深公务员考试研究与培训专家）
		金融	柳豆豆（副教授，中国注册会计师），钟健（证券公司分析师）

资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

### 3.3 东方优播：K-12 线上培训新思路，师资资源成竞争优势

东方优播以基于位置的在线课程 LBOC 模式开创了 K-12 在线直播培训的新思路。2017 年 7 月，东方优播于北京创立，由新东方优能中学 1v1 总监朱宇担任 CEO。东方优播通过专用网站提供基于地理位置的直播互动辅导课程，面向身处教育资源有限的低线城市及地区的中小學生。目标城市一般没有新东方集团的线下业务和双师模式，市区人口不低于 50 万等。目前，东方优播已经 26 个城市布局东方优播体验店，为潜在客户落地体验和营销服务。各体验店均配有三至四名员工，负责与当地学校沟通、促进内容开发、展开推广工作、处理有关课程的查询及促进课堂体验。平台课程高度本地化，与当地公立学校合作，设计方面紧贴本地学校教材，涵盖热门考试范围，进而提升学生考试表现。东方优播组织的前 4 次试听，累计体验直播课程人数达 3000 人，并获得了较好口碑。



图 58：东方优播运营模式



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

东方优播的直播课程具有“高仿”线下课程的特点。乐播课为25人的小班直播课；学生能通过PC平台看到老师和同时学习其他同学。所采用翼欧教育Classin产品除为公司提供在线直播解决方案，还为直播课堂提供含电子白板、多人同时参与、抢答器、计时器等小工具，并实现学生举手、抢答、奖励、上下台等多种功能。在线教学交互性得到充分提升，为学生制造极好的学习体验。平台移动App“乐播课”可观看回放录播视频进行查漏补缺，进而强化教学质量。

图 59：东方优播网页课程界面及主要功能



资料来源：平台官网，招股说明书，中信建投证券研究发展部

图 60：乐播课 App 课程界面及主要功能

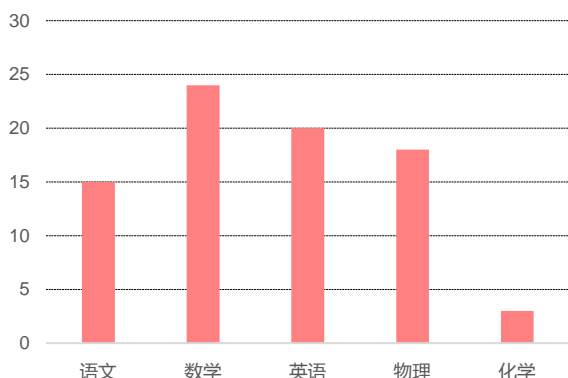


资料来源：平台官网，中信建投证券研究发展部

东方优播提供从小学至高中，涉及语文、数学、英语、物理、化学在内的K-12全部课程。东方优播教师全部来自北京新东方学校大青少板块，通常为中国一流大学毕业生，师资经验丰富；东方优播由大青少板块各学科主管进行K-12新型在线课程教师的选拔和培训，所有教师同样接受新东方的教学督导者的统一管理，实行双管制。目前，东方优播拥有80名教师，其中数学课程教师最多为24位，初中教师最多为42位。与市场部分观点认为小班模式需要大量教师资源导致发展遇到瓶颈观点不同，我们认为新东方集团将会为东方优播持续不断提供优质师资资源，是东方优播发展的核心竞争力之一。

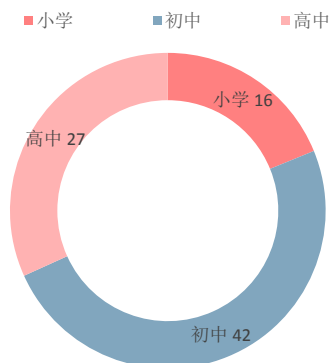


图 61：东方优播平台各学科名师数目



资料来源：平台官网，中信建投证券研究发展部

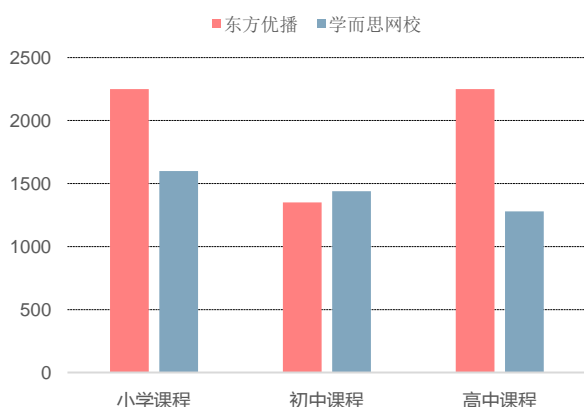
图 62：东方优播平台各教学阶段名师数量



资料来源：平台官网，中信建投证券研究发展部

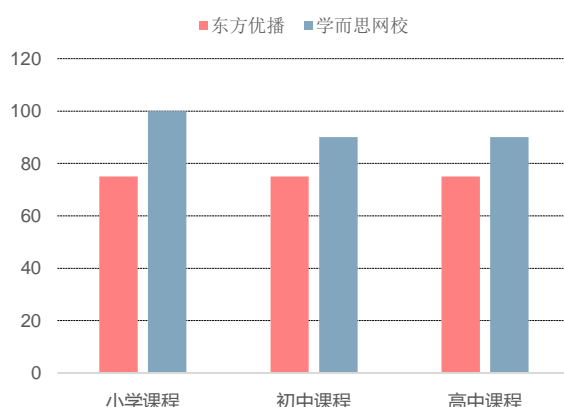
从价格来看，东方优播更具竞争力。根据官网数据，东方优播绝大多数课程收费为每课时 75 元，相比学而思网校的课时单价略低。另一方面，从课程总价来看，东方优播采用多课时策略，小学、初中、高中课时分别为 30、18、30 课时；而学而思网校课时一般为 14-16 课时。此外，东方优播会不定期以相对较低的课程价格推出特价课程，进而吸引新学生到平台消费学习。

图 63：东方优播与学而思不同课程价格



资料来源：平台官网，中信建投证券研究发展部

图 64：东方优播与学而思不同课程课时单价



资料来源：平台官网，中信建投证券研究发展部

### 3.4 其他业务：抢占学前教育市场空间，衍生开发有效变现流量

#### (1) 酷学多纳：学前教育品牌从源头布局在线市场

学前教育品牌多纳主要为 3 至 7 岁儿童提供启发心智的互动英语学习体验。多纳 App 以“多纳学英语”为中心，以生活要素、节日等属性作为特色和入口，通过打造生态体系和学科交叉拓展，来提升儿童综合知识、逻辑知识等。以多纳学英语为例，App 内容包括绘本阅读、视频学习、英语游戏、电子宠物等。绘本阅读部分整合了教师导学、单词学习、阅读训练、跟读训练等学习项目；视频学习部分主要通过卡通主人公的情景演绎来实现知识传递；英语游戏将学习场景丰富化，提升学习兴趣；电子宠物利用小朋友的兴趣与爱心，激发了学习动力，也训练了基础资源配置的能力。多纳学英语的智能定制功能可匹配小朋友的英语掌握能力，符合个性

化定制、智能服务的行业发展趋势。

图 65: 多纳系列 App 与多纳学英语主界面



资料来源: Apple App Store, 中信建投证券研究发展部

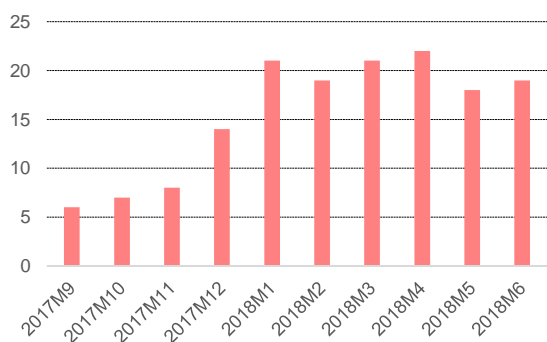
图 66: 多纳学英语 App 简介



资料来源: Apple App Store, 中信建投证券研究发展部

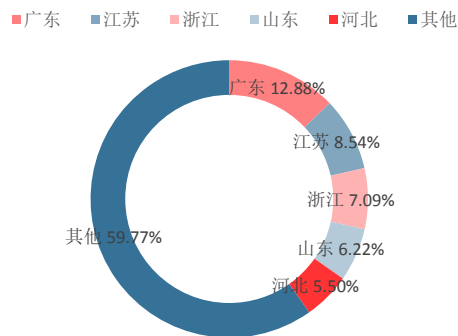
**多纳 App 的影响力持续提升中。**根据艾瑞咨询移动 App 数据,2018 年 6 月,多纳学英语移动 App 月度覆盖人数为 35 万人,环比上涨 15.4%,在语言类教育 App 中排名第 31,在幼教趣味类英语 App 中排名第 5。多纳学英语的活跃度变化具有一定的周期性,暑期起始阶段(6 月份)迎来了新一轮增长。从月度总有效时长来看,2018 年上半年稳定维持在 20 万小时。随着儿童学习习惯养成,用户粘性逐渐增加,家长认可度也会进一步提高。从地理区域来看,广东、江苏和浙江等经济发达区域位居前三,后续围绕多纳消费具有想象空间。

**图 67: 2017M9-2018M6 多纳学英语移动 App MEVD(万小时)**



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图 68: 多纳学英语移动 App 使用人群地域分布



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

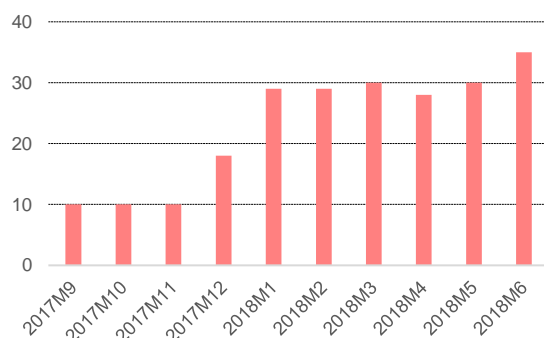
新东方在线还将多纳品牌授权于第三方进行周边衍生产品开发，并获得许可费。目前，多纳幼儿教育生态体系的内容包括多纳原创素质教材、多纳幼儿园教材和数字图书馆等。多纳原创素质教材致力于帮助儿童成长与素质提升；多纳幼儿园教材采用国际“混合型”教学模式，电子化教学资源与传统教学相结合的方式，培养幼儿的自主探索能力，帮助幼儿获得最生动的学习体验；数字图书馆，即《多纳智慧魔方》，为公共图书馆的小读者提供故事、科普、艺术、汉字等学习资源。目前，多纳数字图书馆已纳入国家公共图书馆青少馆电子资源采购计划。

图 69：多纳品牌衍生品



资料来源：酷学多纳官网，中信建投证券研究发展部

图 70：2017M9-2018M6 多纳学英语移动 App MAU(万)



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

## (2) 酷学网：英语学习特色直播平台

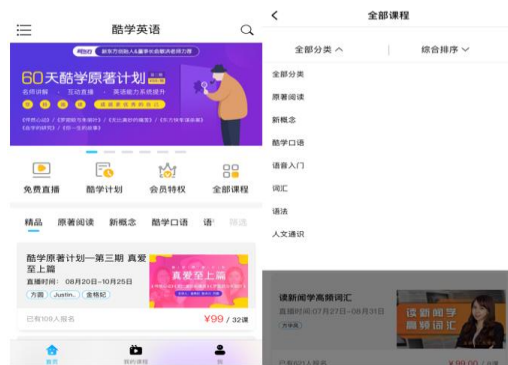
酷学网是依托新东方强大教学实力而开放的在线教育直播平台。目前，酷学网已有注册用户及付费用户数百万。2018 年，酷学网发布了全新专业学习品牌——酷学英语；酷学英语可以通过官网、iOS/Android App、微信、QQ、微博等多种渠道访问。酷学英语课程分为原著阅读、新概念、口语语音、词汇语法、人文通识等若干大类，涵盖了多年龄段、多社会角色人群的英语学习需求。酷学英语大多数课程没有与义务教育以及大学教育课程对应，更多的是兴趣、通识、课外学习为主的设计，因此对于那些希望针对性地提升自身英语表达能力以及英语综合素质的人群来说极为适合。课程的价格分为免费、69 元档、99 元档、199 元档、599 元档，其中付费课程的单课时价格 10 元。当前，酷学英语正在推广“60 天酷学原著计划”；课程以语法分析、词汇讲解、名著鉴赏为主要内容，结合网络直播的社群系统与随堂测试系统来提升学员的综合能力。在深耕英语在线直播的同时，酷学网也转型成向各年龄用户提供一站式学习解决方案的英语学习平台。

图 71：酷学英语 PC 功能



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

图 72：酷学英语 App 功能



资料来源：酷学英语 App，中信建投证券研究发展部

## (3) B2B 业务：二次封装内容开拓机构客户

B2B 方面，公司充分挖掘已有产品和资源进行二次开发变现。公司向大学、公共图书馆、公共机构、在线视频服务供应商等各类机构客户提供大学、K-12 等在线教育平台、数字内容资源、技术服务支持等服务与产品。另外，作为美国 ETS 考试机构在中国 TOEFL 在线练习 TPO 的独家合作伙伴，公司需向 ETS 购买 TPO 产品，并分

销给新东方集团作为其 TOFEL 课程的教材，并获得分销收入。此外，公司还向含出版商、玩具制造商、办公室及家庭用品制造商及学前教育服务供应商等第三方授权多纳品牌及产品。截止 2018 年 5 月 31 日，公司合作出版 14 个系列的多纳图书，总发行量近 100 万本。公司基于多年在线教育服务业务所积累的技术、研发、产品及运营优势，除了用于自身业务发展，还成功拓展了教育科技相关的软硬件服务业务。

图 73：新东方在线 B2B 业务模式



资料来源：中信建投证券研究发展部

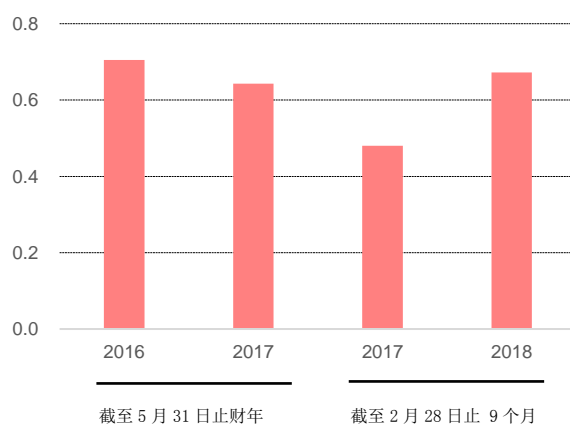
公司与各地图书馆、大学等机构客户签订年度合约，并根据购买的在线教育产品及服务定额收费。2018 财年前 9 个月，机构客户总营收为 0.67 亿元，同比增长 40%，与 2017 财年整体营收接近。截止 2016 年 5 月 31 日、2017 年 5 月 31 日、2018 年 2 月 28 日，公司拥有机构客户 637、708、713 名，平均每个机构收入为 11.07 万、9.08 万、9.42 万；2018 财年，单客户收入有望与 2016 财年保持相对水平。公司开发机构客户二次变现已有产品，提升经验效率和品牌影响力。

图 74：新东方在线 B2B 产品



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 75：2016-2018 年 2 月公司机构客户总营收(亿)



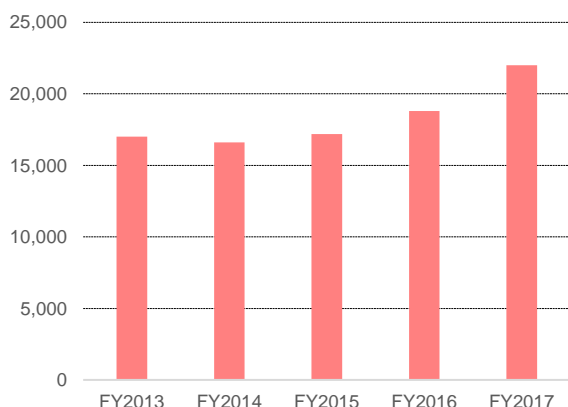
资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

## 四、公司分析：独家优势缔造行业龙头，三大逻辑看好后续发展

### (1) 依托新东方集团师资优势，公司拥有丰富的内容基础

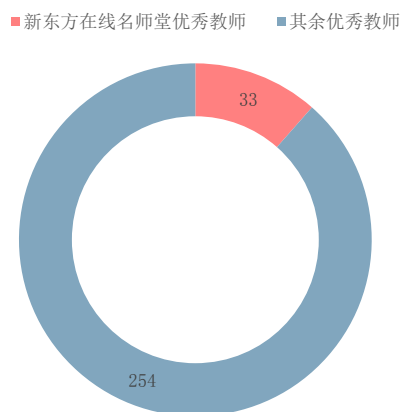
新东方在线的核心壁垒是教学内容，而内容本质就是教师。截止 2018 年 5 月 31 日，公司拥有全职教师 62 名，兼职教师 957 名，全职导师 53 名，兼职导师 1525 名。可见，公司 94% 教师都是来自于新东方集团，具有丰富的线下实体教学经验的教师。据不完全统计，新东方在线的兼职教师中至少有 33 名教师获得新东方集团优秀教师称号。新东方优秀教师会在新东方在线平台提供优质、有影响力的视频教学内容，且可自带流量。另一方面，还有 254 位新东方集团优秀教师未在新东方在线平台兼职，后续还有提供丰富内容空间。

图 76：2013-2017 财政年度新东方集团教师数目



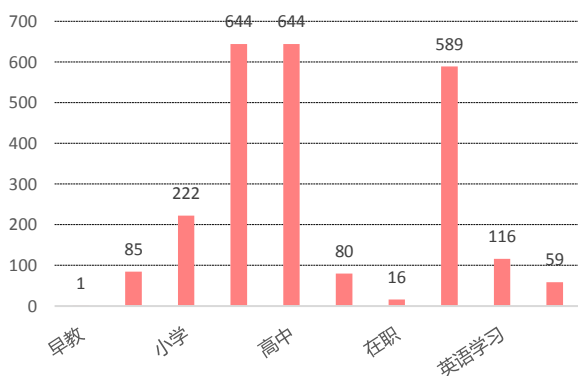
资料来源：公司财报，中信建投证券研究发展部

图 77：新东方集团优秀教师 vs 新东方在线优秀教师



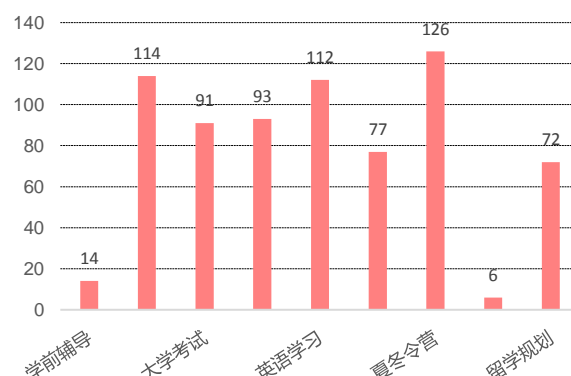
资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

图 78：新东方集团北京分区各类课程教师数目



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

图 79：新东方北京分区线下课程数目(中学辅导除外)



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

新东方集团庞大的优质教师资源是平台的核心优势和竞争力。截至 2017 年 5 月 31 日，新东方集团在 65 城市拥有大约 2.2 万名教师；新东方集团仅北京分区就拥有 2456 名教授不同课程的教师，其深厚的教师资源足以支持新东方在线的下一步发展。另一方面，新东方 60% 的收入来源于 K-12 教育，旗下优能中学在 K-12 课后培训市场中拥有巨头地位，在北京分区拥有 1.6 万个包含不同年级、科目、教学模式的中学辅导班级。新东方在

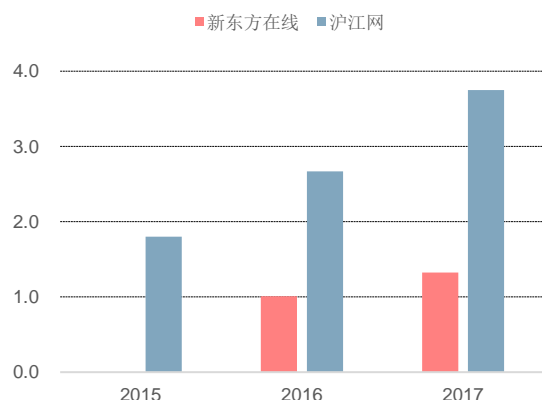


线 70% 的收入来源于大学分部, 包括考研课程等; 后续新东方在线在 K-12 和学前分部发展具有得天独厚的优势。

## (2) 公司营销成本远低于友商, 存在流量获客优势

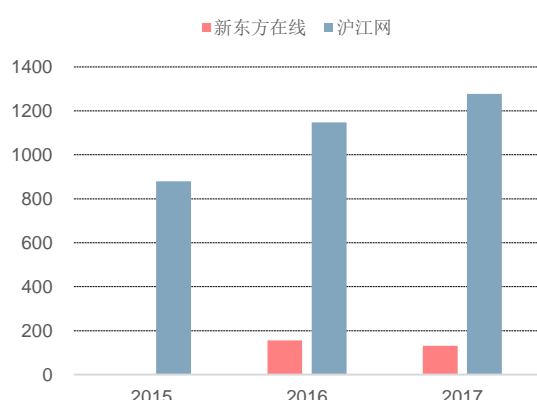
新东方在线在营销推广方面具有显著优势。2017 财年, 新东方在线的营销成本为 1.33 亿元, 同比增长 31.7%; 远小于友商沪江网 3.75 亿元(2017 年同比增长 40.4%)。新东方在线在获得同量级收入而花销较少的营销成本, 主要归因于新东方集团的品牌优势和优质名师线上导流线下作用。从单付费用户的获客成本来看, 2016 财年和 2017 财年, 沪江网单付费用户的平均推广成本均大于 1000 元, 而新东方在线则小于 200 元。除了沪江网较高的营销开支, 其付费人数却远小于新东方在线。2017 财年, 新东方在线的付费学生人次为 101 万, 而沪江网为 29 万。规模效应与品牌优势使新东方在线吸引付费学生的成本远小于沪江网。

图 80: 2015-2017 财年营销推广开支对比(亿)



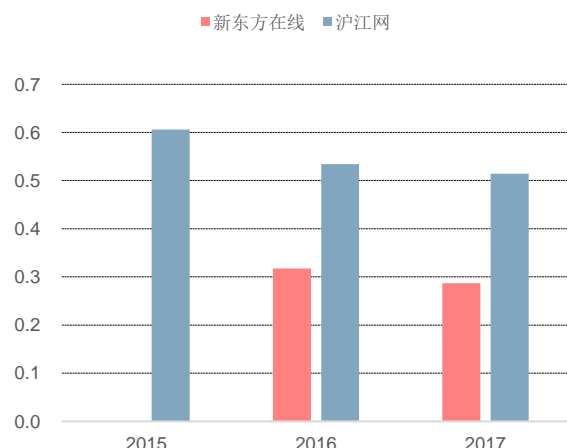
资料来源: 招股说明书, 中信建投证券研究发展部

图 81: 2015-2017 财年单生源营销推广开支对比(元)



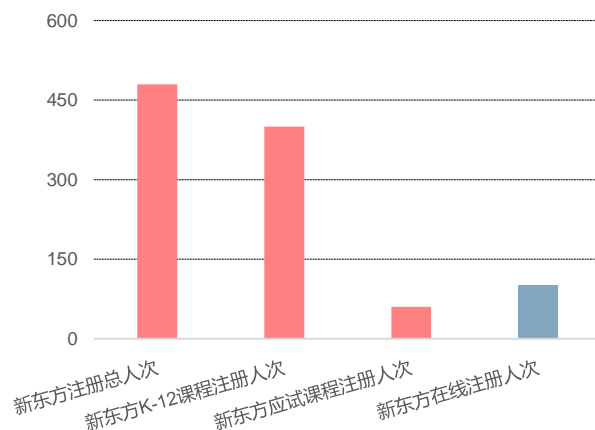
资料来源: 招股说明书, 中信建投证券研究发展部

图 82: 2015-2017 财年单位营收推广成本对比(元)



资料来源: 招股说明书, 中信建投证券研究发展部

图 83: 2017 财年新东方集团 vs 新东方在线注册人次(万)

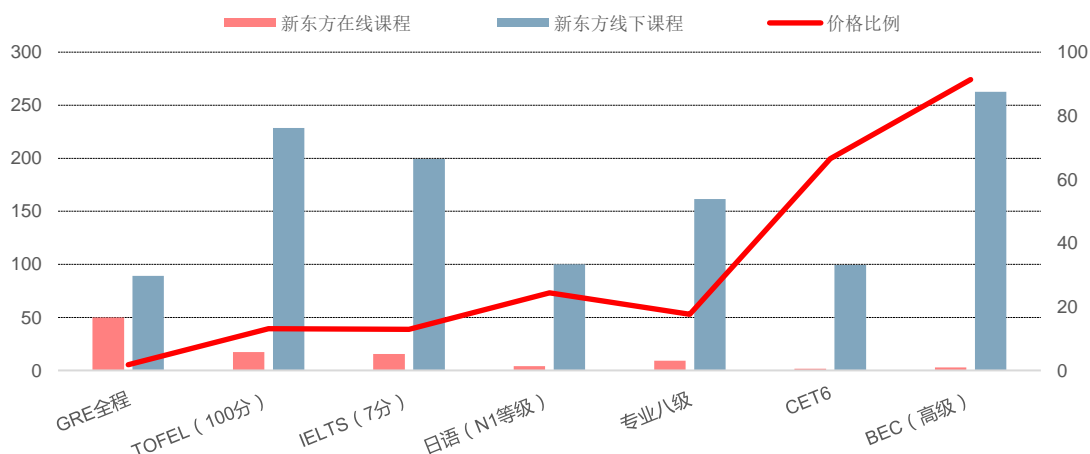


资料来源: 招股说明书, 中信建投证券研究发展部

庞大的线下用户人群有望成为在线平台的潜在客户。2017 财年，新东方在线的付费用户为 101.1 万人；新东方集团整体入学客户为 480 万人，其中 K-12 课后辅导课程的学生达到了 400 万人。另一方面，新东方集团的功勋教师规模在 100 人左右，大课授课人数可达 50 人以上，假期等课程高峰期每天最多可以达到 8 个课时授课。据此估算，仅功勋教师的学生覆盖规模就可达四万人/天。依托名师线下的影响力，利用“名师&品牌”互生互利营销生态体系，公司在宣传推广方面有着较为显著的成本优势，形成了鲜明的竞争力。

新东方在线的课时单价远低于新东方线下课程。对比同类课程产品，新东方线下课程的单价普遍为在线课程的 1-20 倍，在线课程低廉的课时单价对教育水平不发达的低线城市和不具有线下教学点的城市具有很大吸引力。同时，随着直播技术以及交互方式的不断发展优化，以东方优播为代表的线上课程将能够逐渐还原线下传统教学环境，亦能够发挥出线上教育的便捷性、移动性优势；而东方优播的价格优势极具吸引力，也将吸引更多生源。

图 84：新东方在线与新东方集团线下课程课时单价对比



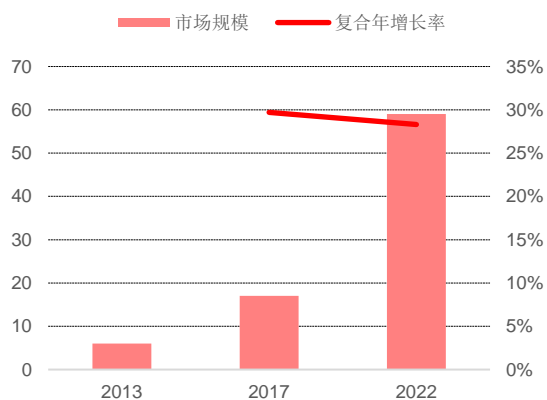
资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

### (3) 深挖 K-12 和学前教育板块，未来前景想象无限

新东方在线后续发展目标增加在线教育使用规模，而高速增长学前部分和 K-12 部分是重要方向。在线课外辅导&备考市场中，学前教育部分的市场规模由 2013 年的 6 亿元增加到 2017 年的 17 亿元，复合年增长率为 29.7%，预计到 2022 年将进一步增加至 59 亿元，2017-2022 年的复合年增长率将为 28.3%。K-12 部分的市场规模由 2013 年的 61 亿元增加至 2017 年的 219 亿元，复合年增长率为 37.7%，预计到 2022 年将进一步增加至 790 亿元，2017-2022 年的复合年增长率将为 29.3%。随着 20-40 岁父母对于在线教育的接受程度的不断提高，后续看好学前部分和 K-12 部分。

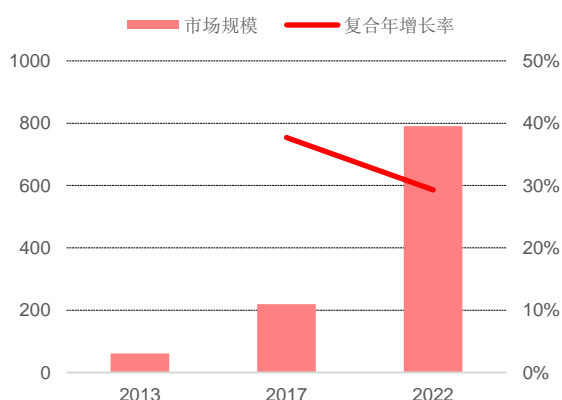
新东方集团在学前和 K-12 部分的雄厚基础是公司后续发展的基石。截至 2017 年 5 月 31 日，新东方集团 K12 中小学业务收入增长率为 44.2%，占全年总收入 55%；优能中学收入同比增长 40%，入学人数同增 45%；泡泡少儿收入同比增长 55%，入学人数同比增长 49%。2015 财年起，泡泡少儿持续三年实现 50% 以上的增长速度。新东方的优能中学和泡泡少儿英语在行业中具有较高的影响力和市占率，未来用户线上化转移将给新东方在线提供庞大的潜在用户群。

图 85：2013-2022 年学前在线课外辅导&备考市场



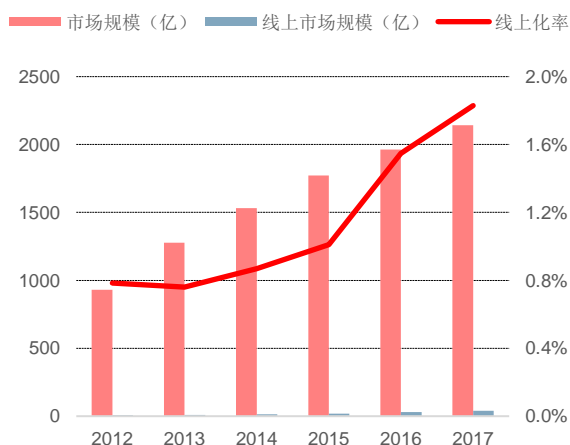
资料来源：Frost & Sullivan，中信建投证券研究发展部

图 86：2013-2022 年 K-12 在线课外辅导&备考市场



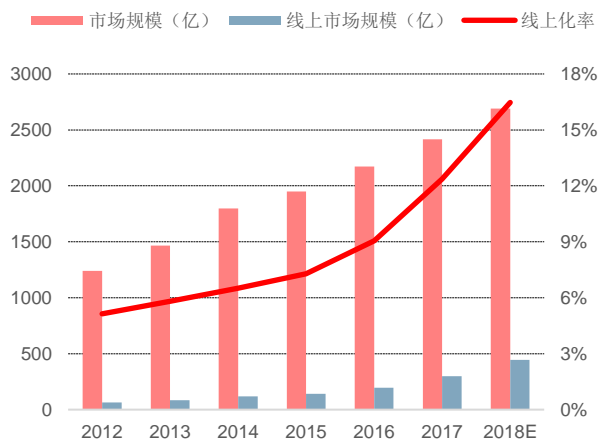
资料来源：Frost & Sullivan，中信建投证券研究发展部

图 87：2012-2017 年学前教育线上化率



资料来源：易观、前瞻研究院，中信建投证券研究发展部

图 88：2012-2018 年 K-12 教育线上化率



资料来源：Frost & Sullivan，中信建投证券研究发展部

## 五、盈利预测与估值

假设新东方在线 2018/2019/2020 年收入增速为 40%/38%/30%，毛利率为 68.4%/70.3%/71.34%。具体来说，大学部分是营收主要组成，预计未来 2018-2020 年增速为 40%/35%/30%；K-12 部分增速为 90%/80%/40%；学前部分增速为 170%/100%/50%；B2B 业务收入增速为 10%/5%/0%。则总计营收增速为 41.5%/38.4%/29.6%。随着互联网的规模效应，公司成本支出增速低于收入增速，则可合理假设毛利率微增为 68.4%/70.3%/71.34%。

假设三项费率总占比为 53%/55%/55%。具体来说，销售费用率是主要组成部分，2016 到 2017 财年销售费用率呈现微下降趋势，则可假设 2018/2019/2020 财年销售费用率为 30%/30%/29%；研发费用率假设为 16%/15%/14%；行政管理费用率为 7%/8%/9%；总体来看，三项费用率为 53%/55%/55%。假设 2018/2019/2020 的所得税为 14%/13%/12%。则综上，预测 2018/2019/2020 的净利润为 1.33 亿/1.82 亿/2.45 亿元，同比增长 43.7%/37.3%/34.4%。

图 89：2018-2020 年公司营业收入预测

项目	FY2016	FY2017	2018 前 9 个月	FY2018E	FY2019E	FY2020E
大学部分(千元)	236347.0	335538.0	347886.0	469753.2	634166.8	824416.9
增速		42.0%		40.0%	35.0%	30.0%
K12 部分(千元)	26681.0	42954.0	63029.0	81612.6	146902.7	205663.8
增速		61.0%		90.0%	80.0%	40.0%
学前部分(千元)	718.0	3416.0	7344.0	9223.2	18446.4	27669.6
增速		375.8%		170.0%	100.0%	50.0%
B2B 收入(千元)	70459.0	64307.0	67174.0	70737.7	74274.6	74274.6
增速		-8.7%		10.0%	5.0%	0.0%
收入(千元)	334205.0	446215.0	485433.0	631326.7	873790.5	1132024.8
收入增速		33.52%		41.48%	38.41%	29.55%

资料来源：中信建投证券研究发展部

从估值来看，我们认为在线教育行业与线下实体教育行业运营模式和资产结构存在较大差异；在线教育更接近于互联网平台型公司的运营模式，例如阅文集团、51Talk 等。因无忧英语美股上市，且净利润为负，故参考阅文集团估值更为合理。考虑到新东方在线在行业中龙头地位和盈利能力，给予新东方在线 2018 年 60x PE，对于目标市值为 78 亿人民币。

图 90：部分港股教育标的和可对标公司估值

标的	市值(亿元)	FY2016	FY2017	FY2018E	18PE	FY2019E	19PE	FY2020E	20PE
宇华教育	97.3	3.1	3.1	4.6	21.3	6.1	16.1	7.4	13.1
枫叶教育	116.6	3.1	4.1	5.3	22.1	6.9	16.9	8.8	13.3
新高教集团	60.0	1.1	2.3	3.0	19.7	3.9	15.4	5.0	12.1
中教控股	175.3	4.1	4.3	6.3	28.0	8.0	21.8	9.5	18.4
均值					22.8		17.6		14.2
阅文集团	532.2	0.4	5.6	8.7	60.9	13.5	39.5	17.9	29.8

资料来源：Wind，截至 2018/8/13，中信建投证券研究发展部

## 六、风险提示

付费用户增长不达预期；教育消费降级；用户对东方优播体验和效果不达预期；教育和互联网产业政策变化；获客成本激升等。



## 分析师介绍

**曾荣飞：**传媒互联网行业首席分析师，专注于互联网、阅读/出版、影视、教育等领域研究。清华大学计算机系互联网方向硕士、博士，从事互联网产业多年，对产业拥有深刻理解。

## 研究服务

### 社保基金销售经理

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 yangjiqian@csc.com.cn

### 私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

### 上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

### 深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大  
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心  
B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859