



网易有道 (DAO.N): 网易旗下首家教育科技子公司登陆美股, 短期亏损不改其长期价值

2019.11.12

基本资料

黄莞 (分析师)
电话: 020-88832319
邮箱: huanguan@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310517050001

市值 (亿美元)	16.23
总股本 (亿股)	1.12
流通股比例	20.25%
资产负债率	221.50%
大股东	网易公司
大股东持股比例	58.50%

摘要:

2019年10月25日, 网易有道在线正式登陆美股市场, 成为网易旗下首家上市公司。首发定价每股17美元, 对应募资9520万美元。

● 网易旗下首家上市公司, 产品矩阵完善

(1) 网易旗下首家上市公司, 从搜索词典转型智能教育。早期有道词典的成功为网易有道全面布局教育奠定了大量的用户基础, 建立了强大的品牌。(2) 产品矩阵完善, 一家与众不同的教育科技公司。极具优势的工具类产品作为主要的流量池, 通过在线教育等产品提供教学服务, 最后通过智能硬件产品完成线上线下闭环, 建立起“工具产品+在线课程+智能硬件+AI互动学习”的业务模块。

● 看运营: 用户活跃度高, 付费人数大幅提升

(1) 工具类产品用户基础大, 用户活跃度高。截至2019年上半年, 网易有道学习工具产品的MAU (平均月活跃用户量) 已经超过1亿, 形成一个打通线上线下的多个应用场景的具有高粘性高质量用户的流量闭环, 为有道精品课程等产品提供有效流量和完善服务体验, 大大降低了获客成本。其中有道词典是中国第一的语言应用程序, 有道云笔记是第一独立笔记工具。(2) 从付费人数来看, FY2017-2018有道精品课程付费用户为22.9万和36.1万人, FY2019H1达200.8万人, 大幅增长。

● 看财务: 营收高增速, 其中在线课程迎来爆发性增长拐点

(1) 收入方面, FY2018-2019H1 营收7.32亿元(+60.53%)、5.49亿元(+67.67%), 其中在线课程迎来爆发性增长拐点, FY2018-2019H1 收入3.29亿元(+186.09%)、2.28亿元(+44.43%), 预计未来在公司的总收入占比将持续提升, 成为公司核心增长点。(2) 费用方面 FY2018-2019H1 销售费用率29.10%、33.88%, 随着继续发力在线业务, 短期将持续攀升, 但整体仍低于同行水平 (约30-60%), FY2018-2019H1 研发费用率为25.14%、20.22%, 但同比增速+38.27%、+37.78%; FY2018-2019H1 管理费用率为5.19%、4.37%。随着规模效应提升, 研发费用率和管理费用率将持续优化稳中有降;(3) 利润方面, FY2018-2019H1 归母净亏损2.39亿元和1.90亿元, 归母净利率-32.7%和-34.6%。

● 智能教育行业市场高速增长, 看好网易有道长期价值

中国智能教育市场规模2018年1034亿元, 近5年CAGR (复合增长率) 高达56.4%, 并有望在2023年进一步扩大至7198亿元, 未来五年CAGR47.4%。特别是在在线教育市场维持高速增长, 潜力巨大, 虽然业内普遍面临获客成本高企、付费转化率等行业痛点。但我们认为网易有道有两大比较优势有望助其脱颖而出:(1) 自建高粘性高质量的工具流量池以低成本精准获取在线教育用户。(2) 高质量的精品课程将构建长期核心竞争力, 体现在续班和复购效果持续提升。

市场最关心网易有道中长期是否能够盈利? 我们认为网易有道是阶段性的战略性亏损。短期还会进一步扩大, 但看好其长期价值, 有望实现可观的盈利水平。正如CEO周枫表示: “现在有道更多投入在了初中、小学等素质类的课程领域以实现业务更快速增长, 导致有道目前仍不盈利。而在高中教培、大学学段以及逻辑英

相关报告

- 1、2019年教育行业年度策略: 监管新常态, 关注在线教育新机遇-20181211
- 2、“窥斑见豹”——从6家上市在线教育企看行业盈利逻辑-20181115



语等产品上，公司实际上已经实现盈利。”其中对有道是否能够整体盈利影响最大的一块业务是在线教育，以针对 K12 课外培训提供在线双师大班课的有道精品课为例，我们认为 K12 在线双师直播大班课是一个好赛道，完全具备盈利基础，跟谁学就是一个已经成功实现规模化盈利的同行案例。有以下三点原因：(1) 商业模式的创新，在线属性叠加辅导老师角色的加入改善线下大班课固有的不足，整体效率显著提升；(2) 在用户及区域的下沉市场上，大班课产品性价比优势突出；(3) 对于企业而言，双师直播大班课财务模型较之目前在线 1v1 模式有更强的盈利性基础。

	FY2017	FY2018	FY2019H1
营业收入 (亿元)	4.56	7.32	5.49
同比 (%)	-	60.53%	67.67%
归母净利润 (亿元)	-1.34	-2.39	-1.90
同比 (%)	-	78.35%	106.52%

- 风险提示：政策变动风险；盈利能力变动风险；技术研发效果不达预期风险。



目录

目录.....	3
图表目录.....	4
1. 公司概况：中国领先的智能学习公司，网易旗下首家上市子公司.....	5
1.1 网易旗下首家上市子公司，从搜索词典转型为领先的智能学习公司.....	5
1.2 股权架构较为集中，总筹资约2亿美元.....	5
2. 智能教育行业：千亿市场高速增长，其中在线教育市场机会巨大.....	7
2.1 智能教育千亿市场规模，近五年CAGR逾50%.....	7
2.2 在线教育市场高速增长，获客成本高企、付费转化率低成行业痛点.....	8
3. 业务概况：产品矩阵完善，学习服务与产品收入占比逐年上升.....	12
3.1 凭借强大技术背景优势，网易有道从工具类切入教育行业.....	13
3.2 在线课程服务收入在2018-2019年度迎来爆发性增长拐点.....	15
3.3 在线营销服务稳中求进.....	18
4. 财务简析：付费用户大幅提升促营收高速增长，销售费用率低于同行水平.....	19
4.1 主营业务：付费人数大幅增长，学习服务产品毛利显著提升.....	19
4.2 期间费用：2019H1销售费用率上升，管理费用率持续优化.....	21
4.3 盈利能力：短期料将持续亏损，看好其长期价值.....	23
5. 风险提示.....	24



图表目录

图表 1 网易有道十三年发展主要里程碑	5
图表 2 主要股东及股份百分比 (截止 2019 年 10 月 25 日)	6
图表 3 2014 年-2023 年 (估计) 中国智能教育市场规模及增长率	7
图表 4 2014 年-2023 年 (估计) 中国智能学习产业细分市场规模	8
图表 5 2014 年-2023 年 (估计) 基于 AI 的在线课程市场市场规模及增长率	9
图表 6 在线教育培训企业商业模式一览	10
图表 7 现阶段在线教育企业的获客成本普遍高企, 远高于线下成熟教培机构	10
图表 8 有道精品课程群组每个用户的季度累计付费注册人数	12
图表 9 有道精品课程群组每个用户的每月累积付费报名人数	12
图表 10 网易有道业务概况	13
图表 11 网易有道在线学习工具类应用	14
图表 12 2019H1 研发及相关人员占全职员工的 32.66%	15
图表 13 2017 年-2019H1 网易有道员工人数	15
图表 14 网易有道旗下产品平均合计 MAUs (亿人次)	16
图表 15 在线学习工具 2019H1 平均 MAUs (亿人次)	16
图表 16 在线课程服务收入在 2018-2019 年度迎来爆发性增长拐点	17
图表 17 有道精品课营收及增速	18
图表 18 有道精品课程入学人数及付费人次	18
图表 19 在线营销服务稳中求进	19
图表 20 2019H1 网易有道营业收入强劲增长	20
图表 21 有道精品课程付费人数大幅增长	20
图表 22 2017-2019H1 网易有道净收入分类	20
图表 23 学习服务产品、在线营销成本持续增加	20
图表 24 2017-2018 年网易有道毛利率显著下降, 由于收入结构的变化中长期将呈现上升趋势	21
图表 25 FY2017-FY2018 学习服务产品毛利率显著增长, 在线营销毛利率大幅下降	21
图表 26 网易有道销售费用率低于同行水平	22
图表 27 研发费用率持续优化	23
图表 28 网易有道持续维持亏损状态	24
图表 29 财务摘要	24



1. 公司概况：中国领先的智能学习公司，网易旗下首家上市子公司

网易有道是中国领先的智能学习公司，也是网易旗下首家上市子公司，于10月25日在纽交所上市。

CEO周枫对公司的定位：网易有道是一家全链条的教育科技公司。内容、服务、产品、技术、硬件，都是业务的有机组成部分。同时，网易有道要做100%的用户企业，一切以用户的需求和满意为导向。而长期来看，拥有海量的忠诚的用户的公司，才有机会整合供应链从而在行业中的优势尽显。

1.1 网易旗下首家上市子公司，从搜索词典转型为领先的智能学习公司

网易有道是中国领先的智能学习公司，也是网易旗下首家上市子公司。2006年通过有道信息开始运营，早期有道词典的成功为网易有道奠定了大量的用户基础，建立了强大的品牌；后转型成为智能学习公司，扩展到满足学龄前儿童、K12、大学生以及成人学习者终身学习需求的广泛产品和服务。据弗若斯特沙利文数据，按2019H1的MAU排名，网易有道推出的有道云笔记是中国第一大独立笔记工具，有道词典是中国第一的语言应用程序。

网易有道于10月25日在纽交所上市，首次公开发行价格每股17美元，共发行560万股ADS，对应募资9520万美元。本次公开发售所募得资金将主要用于改善技术、聘请合格的教职和研发人员、建立课程开发工作室、继续改善及实施营销活动、提供其他产品服务和内容等。

图表1 网易有道十三年发展主要里程碑

时间	事件
2006年	3月，网易有道信息技术（北京）有限公司。
2007年	9月，成立北京网易有道计算机系统有限公司。
2007年	推出有道词典。
2011-2014年	相继推出有道云笔记，有道云课堂（网易）、有道课堂（后改名为有道精品课）。
2014年	11月，网易有道（Youdao, Inc.）于开曼群岛注册成立。
2016年	7月，有道（香港）有限公司注册成立。
2017年	11月，完成对网易有道信息技术（北京）有限公司的全资收购，成为北京网易有道计算机系统有限公司控股股东。
2016-2018年	相继推出有道数学、有道乐读、有道阅读，有道少儿英语，有道卡搭等学习APP，以及有道智能笔、有道词典笔、有道翻译王等智能硬件。
2018年4月	发行合共681.48万股A股优先股，对应募资7,000万美元。
2019年5月	从网易集团收购了某些在线学习业务，包括网易云课堂，中国大学MOOC。

资料来源：招股说明书，广证恒生

1.2 股权架构较为集中，总筹资约2亿美元

(1) 总筹资约2亿美元



本次总筹资额约 2 亿美元。2018 年 4 月 17 日，网易有道完成首次战略融资，估值 11 亿美元。本次发行的 560 万股 ADS 募资 9520 万美元，同时网易最大机构股东 Orbis 基金将进行私募配售，承诺以 16.5 美元/股，认购 757.57 万股，总额为 1.25 亿美元的 A 类普通股。

(2) 公司股权结构

公司的控股股东为网易，持有 58.50% 的股权。网易公司实益持有 6538.72 万股普通股，持股比例为 58.50%；网易有道 CEO 周枫持有 2034.12 万股普通股，持股比例为 18.20%。

图表2 主要股东及股份百分比（截止 2019 年 10 月 25 日）

股东名称	股份百分比
周枫	18.20
网易公司	58.50
合计	76.70

资料来源：招股说明书，同花顺，广证恒生

(3) 公司管理层信息

丁磊：董事。电子科技大学通信技术学士，于 1997 年 5 月和 2008 年 1 月成立了广州网易和上海易趣网，现任网易的董事兼首席执行官。曾任网易联合首席技术官（1999 年 7 月-2001 年 3 月），临时首席执行官（1999 年 7 月-2000 年 4 月），代理行政总裁兼代理首席运营官（2001 年 6 月-2001 年 9 月），首席架构师（2001 年 3 月-2005 年 11 月）。

周枫：董事、首席执行官。清华大学计算机科学学士和硕士，加州大学伯克利分校计算机科学博士。自 2018 年 4 月起担任网易有道董事。2007 年前在 ChinaRen Inc. 担任软件工程师，负责其互联网电子邮件系统的开发。

吴迎晖：副总裁。清华大学计算机科学学士和硕士。曾于搜狐公司担任技术经理（2004 年-2005 年）。

金磊：副总裁。清华大学计算机科学学士学位和硕士。曾于英特尔公司软件工程师（2003 年-2005 年）。

刘韧磊：副总裁。清华大学工商管理硕士，于 2007 年加入网易有道，目前负责市场部。

苏鹏：副总裁。北卡罗来纳州立大学硕士。此前在纽约证券交易所（中国）任职超过 12 年，后担任首席代表。

Yongwei Li：副总裁。暨南大学工商管理硕士。新罕布什尔州注册会计师，美国注册会计师协会成员。自从 2019 年 5 月起就一直担任网易有道财务副总裁。曾在新浪微博担任财务总监（2013 年-2019 年），曾在普华永道中天会计师事务所担任审计经理（2005 年-2013 年）。

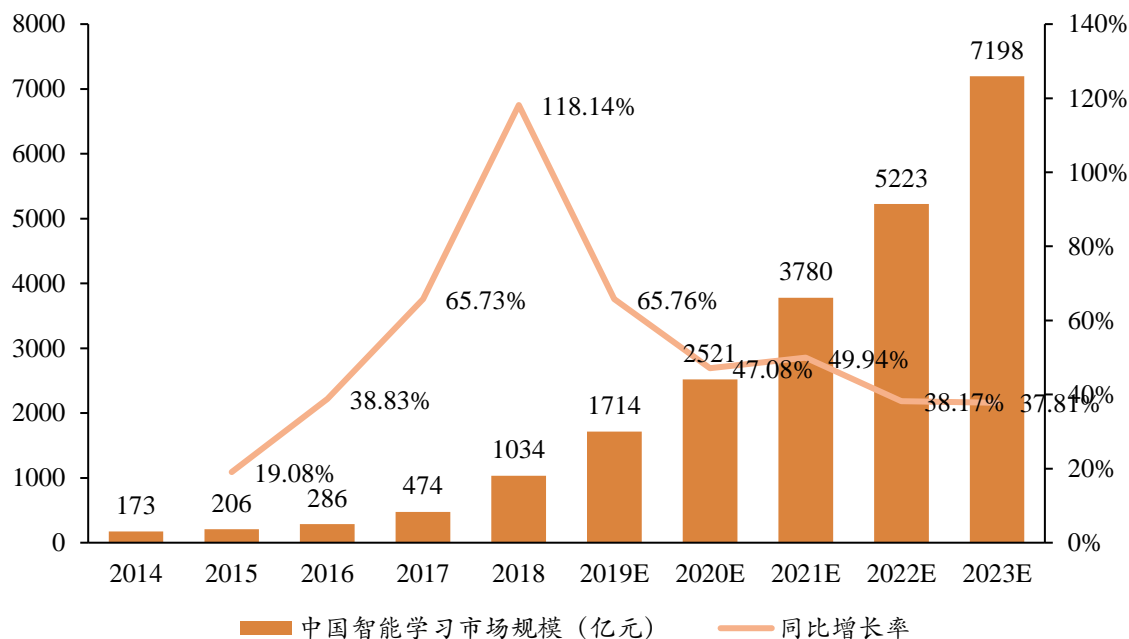
2. 智能教育行业：千亿市场高速增长，其中在线教育市场机会巨大

智能教育市场高速发展，2018 年市场规模突破千亿，近五年 CAGR 为 56.4%。其中在线教育服务市场发展迅速，市场规模有望从 2018 年的 270 亿元增长至 2023 年的 4080 亿元，CAGR 为 72.2%。作为重要参与方网易有道的在线业务近年发展迅猛，符合行业拐点爆发趋势。

2.1 智能教育千亿市场规模，近五年 CAGR 逾 50%

智能教育市场高速发展，规模已突破千亿。得益于技术的发展和用户的认可度的提高，中国智能学习市场的规模一直在快速增长。根据弗若斯特沙利文的数据统计，市场规模从 2014 年的 173 亿元增长至 2018 年的 1034 亿元，复合增长率高达 56.4%，并有望在 2023 年进一步扩大至 7198 亿元，未来五年复合增长率将为 47.4%。

图表3 2014 年-2023 年（估计）中国智能教育市场规模及增长率

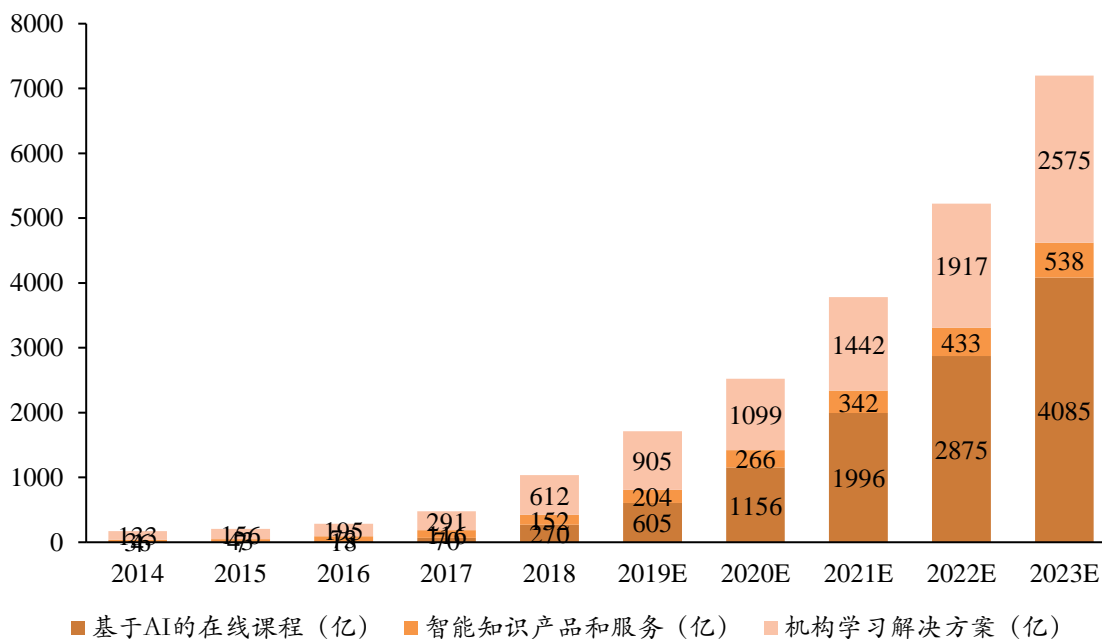


资料来源：弗若斯特沙利文、广证恒生

中国的智能教育产业包括三个类别：(1) **基于 AI 的在线课程市场**：将 AI 技术应用于教学、学习、练习或测试的在线课程。基于 AI 的在线课程产生总收入预计从 2018 年-2023 年将以 72.2% 的复合增长率增长。在这一细分市场中，预计在线 K12 课外辅导市场将是增长最快的领域，这也是网易有道在线教育业务重点布局的领域。目前，基于 AI 的在线课程市场仍处于早期开发阶段，大多数顶级在线教育公司都专注于将 AI 开发集成到在线课程中，顶级企业在整个市场中占有相当大的份额，并有望继续推动市场增长。(2) **智能知识产品和服务市场**：提供在线知识工具、在线付费知识应用程序和智能设备。该细分市场的平均 MAU 值在 2018 年约为 5.85 亿，预计到 2023 年将达到 7.83 亿。除了为访问此类产品和服务而支付的订阅

费外，相关公司通常还会通过提供广告、营销解决方案来通过其庞大的用户群获利。这也是网易有道在线营销服务业务布局的领域。**(3) 机构学习解决方案市场：**主要向教育机构提供相关技术和解决方案许可，公司通常通过收取许可费以及向客户销售软件以及硬件来产生收入。在有利的政府政策推动下，大多数市场参与者专注于向教育机构提供校内智能学习解决方案服务，例如自动考试评分、数字测验银行等，以减少教师的重复工作并提高课堂教学的效率。提供此类机构学习解决方案的企业众多，市场高度分散。

图表4 2014年-2023年（估计）中国智能学习产业细分市场规模

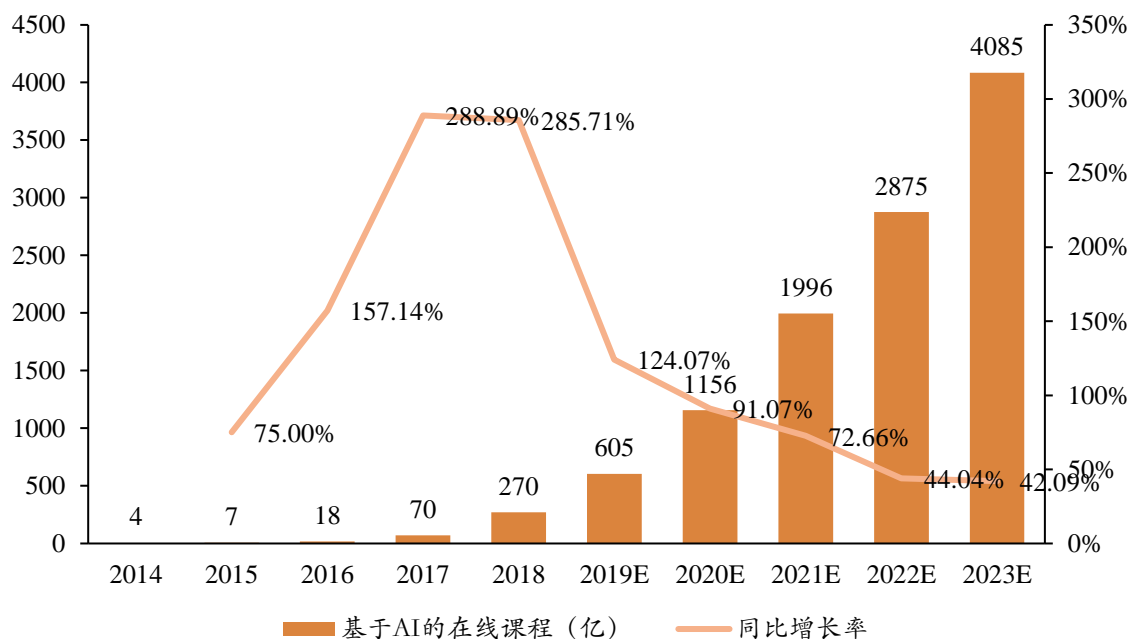


资料来源：弗若斯特沙利文、广证恒生

2.2 在线教育市场高速增长，获客成本高企、付费转化率低成行业痛点

网易有道属于智能教育行业，营收主要由学习服务与产品、在线营销服务两部分构成，分别对应中国的智能教育产业三个细分类别的前两个：基于AI的在线课程市场和智能知识产品和服务市场。

其中基于AI的在线课程市场的市场空间更为广阔，未来的增速更高，想象力更大。根据弗若斯特沙利文的数据统计，基于AI的在线课程市场规模从2014年的4亿元增长至2018年的270亿元，复合增长率高达186.6%，并有望在2023年进一步扩大至4085亿元，未来五年复合增长率将为72.2%，潜力巨大。

图表5 2014年-2023年（估计）基于AI的在线课程市场规模及增长率


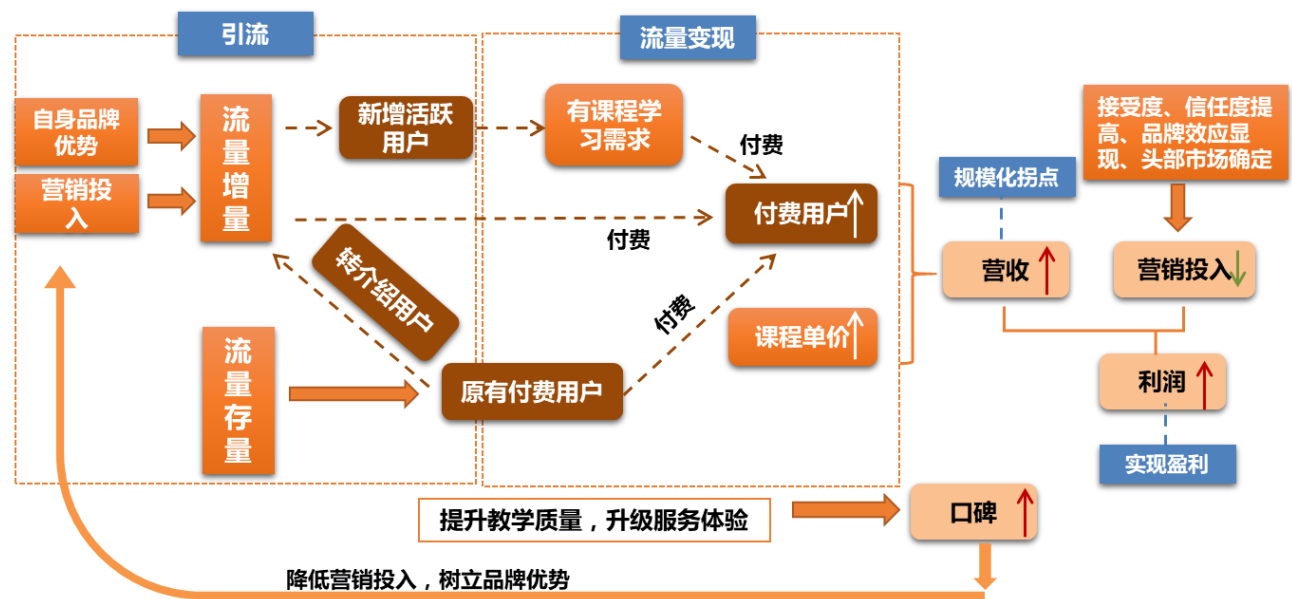
资料来源：弗若斯特沙利文、广证恒生

从在线教育的商业逻辑出发，其核心环节包括两个节点：**流量的引入、流量的变现。**

(1) **流量的引入也即学员的最初来源，包括品牌传导、口碑传导、营销投入、存量流量二次转化等几种主要方式。**从结果出发，头部在线教企的注册用户规模达千万级，活跃用户数也都是百万级规模，流量引入的效果较好。而各个企业之间盈利和亏损之间的差距则在于流量引入的成本，尤其是以营销投入为主要获取流量方式的企业。大部分在线教育企业成立时间较短，而教育品牌则需要长期积累，因此短时间内的流量爆发往往来自于以高额的营销投入为主，这一点在成立时间短、产品尚处于用户教育阶段的企业中尤为明显。

(2) **流量变现也即将前端的注册用户、活跃用户转化为付费用户，获取收入的过程，也是在线教育企业规模化关键所在。**从在线教育创业浪潮的发展过程来看，大部分创业机构主要从免费的工具类产品和学习分享社区切入，利用免费的产品积累了巨大的流量用户，在发展过程中面临的关键问题如何将免费的用户转化为付费用户。工具型产品一般通过增值服务变现，而其背后的可替代性强、迁移成本低、用户留存时间短等特性使得其本身在变现模式上存在较大的障碍。平台型产品采用广告费和交易佣金变现，本质上是中介的身份来降低用户的试错成本及交易成本，一个完美的平台型产品应当具备高频、高标准化、成交双方黏性低的特点，但教培产品本身低频、低标准化和师生天然高黏性的特点使其试错成本较高，本身就不适合平台模式，在变现环节也存在较大障碍。从教育的本质来看，教育的核心还是在于内容，因此各类创业企业虽然切入点不尽相同，但在行业发展而不断淘汰的过程中留下来的优质创业机构普遍还是通过输出内容来进行变现。

图表6 在线教育培训企业商业模式一览



资料来源：广证恒生

虽然在线教育行业前景广阔，但目前普遍亏损，鲜有持续盈利的企业，即便是各细分领域的头部企业短期财报大多也处于亏损状态。我们以6家具备代表性的上市在线教育企业的收入端、成本端拆分结果来看，我们认为当前时点下导致在线教育行业普遍面临盈利性桎梏的原因在于：其一为获客成本高，对应流量引入环节；其二为付费转化率低，对应流量变现环节。

(1) 获客成本高，“烧钱”营销特征明显。一方面，在线教育互联网的逻辑促使行业普遍处于“烧钱”跑马圈地，抢占流量高地的阶段。另一方面，在线教育普遍成立时间较短，品牌效应不突出，同时整个在线教育产品仍处于用户教育阶段，在线教育培训企业需要通过加大营销投入增强用户信任度。而大量的营销投入致使获客成本过高，剔除不同企业客单价差别的影响，我们利用获客成本/客单价这一指标判断获客成本的水平。整体来看在线企业普遍远高于线下机构。

图表7 现阶段在线教育企业的获客成本普遍高企，远高于线下成熟教培机构

公司	最新财年获客成本(元,左)	客单价(元,左)	获客成本/客单价(% ,右)
51TALK	4310	10100	43%
尚德机构	4093	6110	67%
沪江教育	2031	2483	82%
新东方在线	204	434	47%
新东方	316	2647	12%
好未来	231	1337	17%

数据来源：公司公告、广证恒生

(2) 付费用户转化率低，变现能力有待提升。内容型在线教企虽然相较于工具和平台类在线教企拥有较强的自我造血能力，但是流量变现仍有较大的提升空间。受到传统学习习惯和观念的影响，相较于传统教育培训机构，用户对于在线教育还处在一个意识培养的阶段，付费意愿低下，付费转化率较低。

网易有道也同样面临这些行业共性问题，如何有效地解决将是未来的关注的重点。但相比业内在线教育企业30-60%的销售费用率，网易有道保持在较低水平。2017年、2018年以及2019年上半年，网易有道的营销费用分别为1.36亿元、2.13亿元和1.86亿元，其营销费用率分别为29.9%、29.2%以及33.9%，



我认为网易有道有以下两大比较优势。

(1) 自建高粘性高质量的工具流量池帮助企业以低成本精准获取在线教育用户。

网易有道以工具起家，以用户为导向，产品为王，例如网易有道推出的有道词典是中国第一的语言应用程序，有道云笔记是中国第一大独立笔记工具。这类工具型产品在各自细分领域排名第一，遥遥领先第二名，具备极强的品牌优势，将会形成持续滚动的有效活跃流量池而非固定流量池。比如有道词典，新进K12的学生一需要查单词，有道词典将会成为首选，这样有效流量将会持续流入。截至2019年上半年，有道词典已经积累了8亿用户，再加上各类细分领域学习APPs和智能硬件这样的线下入口，网易有道学习工具产品的MAU（平均月活跃用户量）已经超过1亿，形成一个打通线上线下多个应用场景的具有高粘性高质量用户的流量闭环，为有道精品课程和其他产品提供有效流量和完善服务体验，有效向在线教育用户转化，大大降低了获客成本。

针对工具转化率的提升和提升的关键，重点是找到用户的消费习惯和需求痛点。目前有道已经摸索出了很多具体的方法和一整套的流程，比如试听课程、优惠券、开学/期末活动等等。具体到有道词典，新装用户会问你是不是学生、是中学生、大学生还是小学生；词典打开，那首页最好的位置是留给有道精品课等。网易有道的CEO周枫曾透露：“这个“转化漏斗”的模式是已经跑通了的，并且每年有机流量到课程的转化率都在改善。”丁磊曾在网易2019年Q1财报电话会议上表示：“网易本身做邮箱，游戏，音乐，他们都存在着大量的父母级的用户，因此我们获得用户流量的成本会比别的公司低，获取用户的资源要更加广。”

(2) 在线教育长期将是内容为王，有质量的精品课程将构建企业的长期核心竞争力。

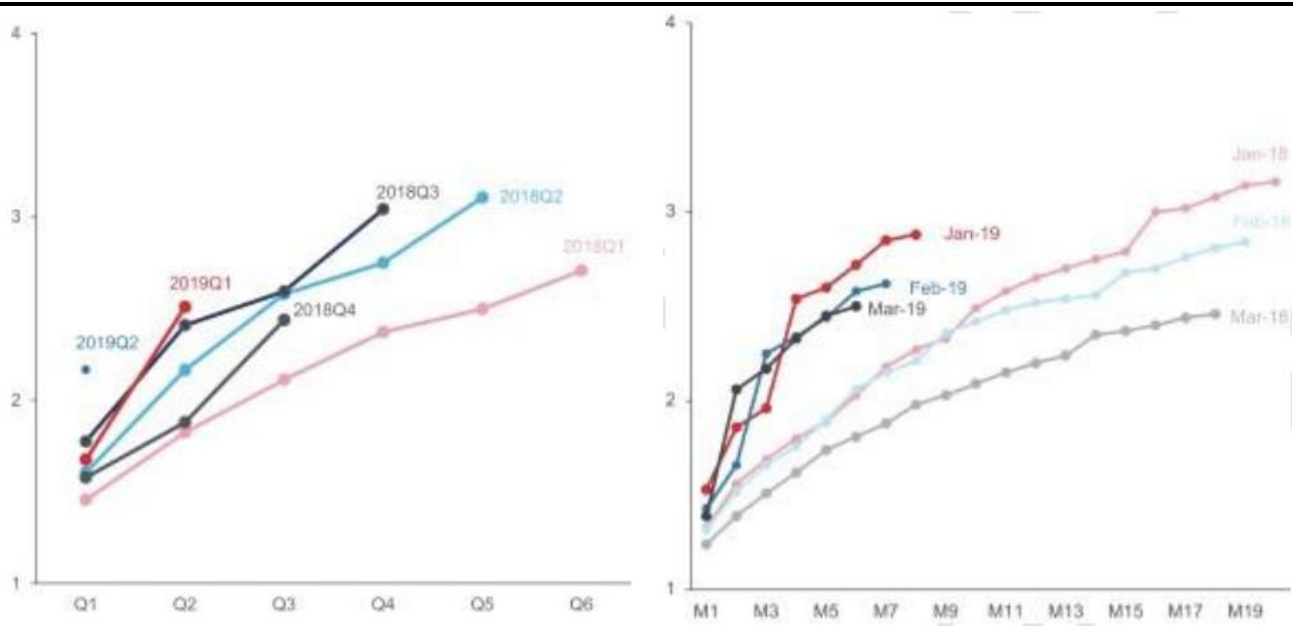
周枫曾公开发表对在线教育的看法：“当下流量不再是成就在线教育这门生意的一切，脱离了老师的教研、教学与技术谈在线教育都是本末倒置的。”以教师选拔和赋能为例，有道对于教师的选择是十分严苛的，能通过层层筛选留在有道平台上开课的老师还不到1%。针对这些优质的名师，有道每年会拿出钱、人和资源跟老师一起打磨教研，打磨产品。有道在2016年推出的“同道计划”，用5亿去孵化20个工作室，去做优质的内容。在线模式，特别是在线直播大班课模式，极大扩大了名师的产能，也打开了教师的薪酬天花板，提高名师留存，维系教学环节的高质量及稳定性，构建良性循环。

从结果来看的话，在线课程服务收入在2018-2019年度迎来爆发性增长态势。在2017年、2018年和2019年H1，在线课程产生净收入分别为1.15亿元，3.29亿元(+186.09%)和2.28亿元(+44.43%)。以有道精品课为例，近年迎来持续量价齐升的好态势，收入分别为8910万元，2.84亿元和1.91亿元，占据在线课程营收的绝大部分。客单价也在持续提升中，2018年559元(+53.8%)进一步增加至2019H1751元(+47.8%)。从入学人数方面看，2018年有道精品课程入学总人数为2140万(+113.8%)，2019H1为1210万(+30.8%)。累计付费人次不断增长，2018年有道精品课程的付费人次共64.3万人(+54%)，2019H1为200.8万人(+6%)。尤其是在竞争最为激烈的暑期期间2019年6-8月，有道精品课付费学生注册人数16.73万(+51.5%)，K12付费人数7.6万人(增幅高达+206.5%)。同时，2018年和2019上半年，有道针对潜在学生战略性地扩大了免费或低成本试点课程的推广，导致有道高级课程的学生注册总数显著增加。未来也会继续扩大试用课程，从某种程度上该策略会导致付费课程比例短期显得较低，以及短期有道面临较大的亏损压力，但如果课程产品高质量且有效，转化率够高，该策略中长期来看无疑是成功的，试用客户在未来1-2个学期将会陆续转化成正式客户，并且持续续班和复购。

要看课程质量好不好，可重点关注续班及复购效果。根据招股说明书披露，下图展示了有道每个阶段

学生群体其累计注册课程数的增长情况。可以看到随着时间的推移，续班及复购效果更好，成长曲线愈加陡峭，这表明在所示期间内学生回购率及品牌忠诚度不断提高，并且交叉销售能力增强，学生用户认可其课程质量。

图表8 有道精品课程群组每个用户的季度累计付费注册人数 **图表9 有道精品课程群组每个用户的每月累积付费报名人数**



资料来源：招股说明书、广证恒生

说明：有道精品课程群组每个用户的每月累积付费报名人数同类群组的“每位用户的累计付费注册人数”计算为该同类群组自其首次购买以来所注册的付费课程的总累积数量除以该同类群组中的唯一学生人数。以上数据仅包括2019年1月、2月和2019年3月有道精品课程群组的注册人数。

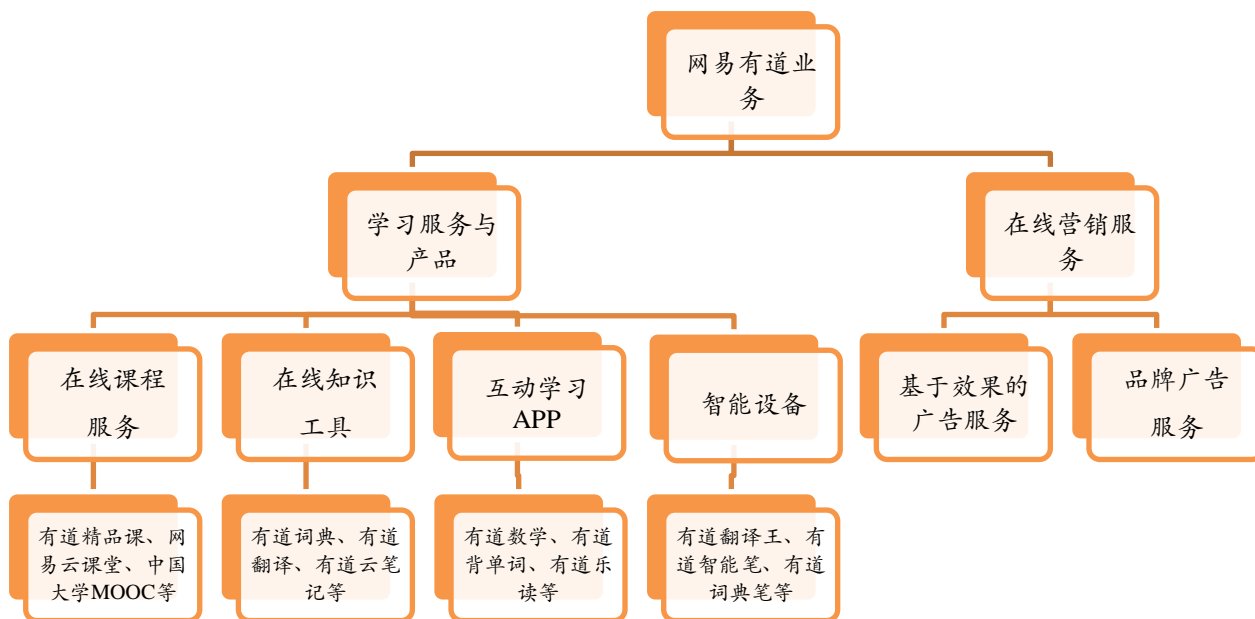
资料来源：招股说明书、广证恒生

说明：有道精品课程群组每个用户的每月累积付费报名人数同类群组的“每位用户的累计付费注册人数”计算为该同类群组自其首次购买以来所注册的付费课程的总累积数量除以该同类群组中的唯一学生人数。以上数据仅包括2019年1月、2月和2019年3月有道精品课程群组的注册人数。

3.业务概况：产品矩阵完善，学习服务与产品收入占比逐年上升

2018 网易有道首次公布了教育板块的 TEACH 模型。“T”为学习工具型 APP 带来的用户基础(Tools)，有道已经是目前国内用户量最大的互联网教育品牌；“E”代表与优秀的老师共赢 (Educator)，有道筛选优质的老师同时充分赋能于老师；“A”即人工智能 (AI)，围绕 AI 为核心开展的教育科技，目前其优势技术领域集中在翻译和学习场景下；“C”即高品质内容，表明了其在教育上对精品内容的极致追求和决心；“H”为智能硬件 (Hardware)。一系列产品矩阵背后的逻辑是：极具优势的工具体产品作为主要的流量池，通过有道精品课和在线教育等产品提供教学服务，最后通过智能硬件产品完成线上线闭环。公司已经建立起“工具产品+在线课程+智能硬件+AI 互动学习”的业务模块，成为一家教育科技公司。

图表10 网易有道业务概况



资料来源：招股说明书、广证恒生

在具体的业务构成方面，网易有道业务主要由学习服务与产品、在线营销服务两大板块构成。学习服务与产品方面共四个细分品类：（1）在线课程服务：由有道精品课、网易云课堂、中国大学 MOOC 三大平台提供，2019H1 营收 2.28 亿元，占比 44.4%；（2）在线知识工具：包含有道词典、有道云笔记、U-Dictionary 等产品；（3）互动学习 APP：应用 AI 技术，以培养兴趣为导向，包含有道数学、有道乐读等产品；（4）智能设备：与第三方共同设计研发，包含有道智能笔、有道词典笔等设备。在线营销服务共两个细分品类：（1）基于效果的广告服务：通过点击量等绩效定价，2019H1 营收 1.92 亿元，占营收比重 35.1%；（2）品牌广告服务：通过视觉设计打造广告商的品牌知名度和形象，2019H1 营收 0.41 亿元，占总营收的 7.5%。

3.1 凭借强大技术背景优势，网易有道从工具类切入教育行业

（1）企业长期的竞争还是取决于运营效率的高低，长期来看 AI 等技术必定能够大幅提升效率。目前网易有道在在线教育的翻译、识别、批改等场景已经大规模应用。例如学生在配套的练习册上做练习，在手机的状态可以自动上传、系统会自动判题，老师不需要再花时间。根据学生的学情还可以做 AI 智能化学习，达到更好的学习效果。AI+软件+硬件这套解决方案，可以打造更强的在线教育的场景。在 AI 领域，网易有道具备多项领先的专有技术，如光学字符识别（OCR），神经网络翻译（NMT）和语音识别等，根据用户生成的大量数据进行迭代完善产品服务。网易有道技术积累深厚，具备了先发优势：

（i）**光学字符识别（OCR）** 目前可识别 26 种语言，可快速、准确地识别草书手写、复杂的数学公式和符号、混合语言的文本和倾斜文本。根据对许多主流 OCR 服务提供商的翻译质量进行的内部评估，网易有道中文文本的识别准确率为 97.5%，英文文本的识别准确率为 95.3%，中文英语混合文本的识别准确率 96.2%，各项精度均处在行业领先水平。OCR 技术主要用于有道智能笔、有道词典和其他知识工具中的 AR 转换，识别复杂数学公式和符号的召回率、准确率分别为 98.6%、87.7%。

(ii) **神经网络翻译 (NMT)** 是一种创新的机器翻译方法，利用语言数据的深度学习产生比传统机器翻译模型更好的翻译结果。根据基于双语评估研究 (BLEU) 进行的内部评估，从中文到另一种语言的翻译准确性方面，网易有道在线翻译效果优于中国和全球的其他主流产品。

(iii) **自动语音识别 (ASR)** 和文本语音转换 (TTS)。结合 NMT 引擎，使用用户和学生生成的大量人类语音数据来增强 ASR 模型，自动语音识别系统目前可识别六种语言。此外，网易有道还开发了行业领先的 TTS 功能，可以将英文、日文、韩文和葡萄牙文的语音转换为中文，应用到教育行业可以促进教学人员和学生的高效互动。

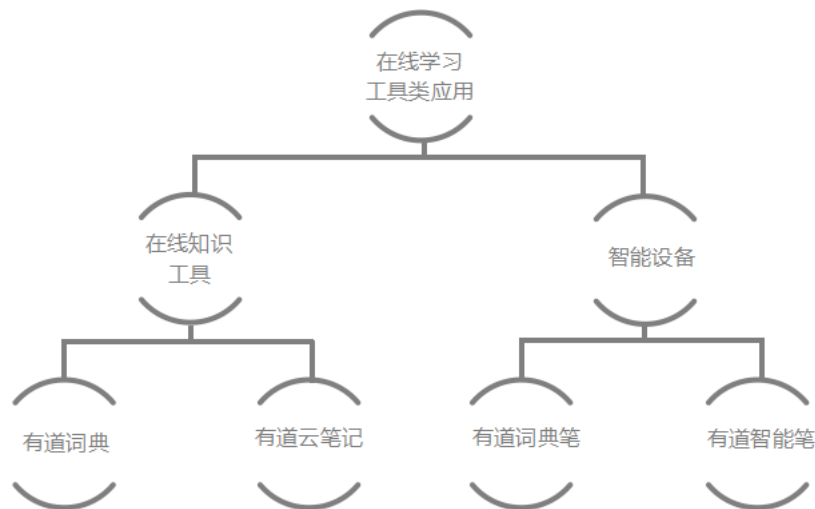
(2) **凭借强大技术背景优势，网易有道的工具类产品优势明显。** 网易有道的学习辅助工具类产品持续关注并优化用户核心需求，挖掘用户次要需求。有道智能笔、有道词典笔和有道翻译蛋等学习型智能硬件设备，能够进一步提高用户的学习体验和效率。以有道数学为代表的互动课能够让学生在移动设备上与虚拟老师进行互动学习。

(i) **有道词典。** 网易有道的第一个主要产品和旗舰在线语言工具，支持跨 108 种语言的双向翻译。根据弗若斯特沙利文的数据，有道词典是 2019H1 MAU 排名第一的语言应用程序，MAU 共 5120 万，每天平均处理 5.4 亿笔翻译查询，也是中国最常用的在线翻译服务。核心特点和优势在于：内容广泛，提供了大量与机器生成的语言相关的内容，包括音频发音，互联网语，流行词和双语例句。在整体趋势上，有道词典具有移动学习方便、快捷的特点，已经得到了庞大移动终端用户群体的认可。

(ii) **有道云笔记。** 根据弗若斯特沙利文报告，就 2019H1 的月活跃账户而言，有道云笔记是中国排名第一的独立记笔记工具，用户通过文本、语音备忘录、图像等形式创建笔记。

(iii) **智能设备。** 网易有道的智能设备由公司与第三方合作开发和设计，截至 2019H1，网易有道已出产了约 18 万台智能设备。2018 年 7 月，网易有道推出了应用 NMT 和 OCR 技术的有道词典笔，用户无需连接到互联网，通过扫描单词可立即获取单词的翻译和定义；有道智能笔主要为有道课程的学生设计，可自动将学生笔迹转换为与系统同步的数据，使学生能够实时查看练习评分结果、正确答案和解释。

图表11 网易有道在线学习工具类应用



资料来源：招股说明书、广证恒生

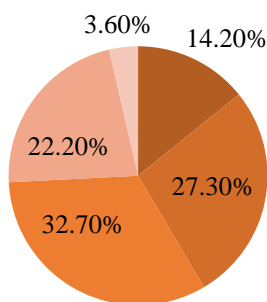
(3) **研发及相关技术人员占全职员工人数的 32.7%，管理层技术经验丰富。**

从人员结构来看，公司研发及相关技术人员占比最高。截至 2019H1，公司全职员工共 1142 人，其中

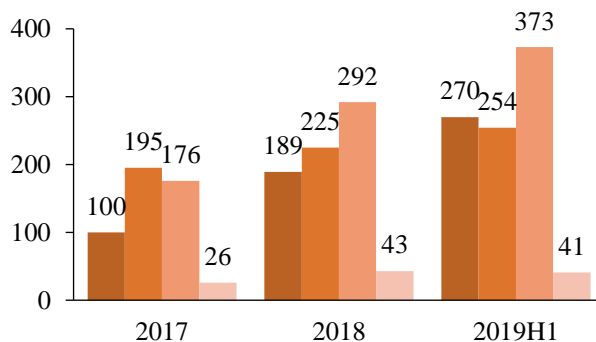
研发及相关技术人员共 373 人。整体来看，全体员工中研发及相关人员占比最大，达 32.7%。从研发投入的绝对值来看，2017、2018、2019H1 研发投入分别为 1.33 亿元、1.84 亿元、1.11 亿元，占营收的比重分别为 29%、25%、20%。网易有道是一家典型的互联网产品型公司和科技公司。正如 CEO 周枫在上市全员公开信中谈到“网易有道对于教育的理解和其他公司有何区别？”的回答：我们要做的其实是一家完全不一样的教育科技公司。我们非常笃信技术的力量可以在这个领域做些改变，但我们却不是盲目的唯技术论者，一切技术的使用都要以人的需求为原点去看。因此，我们不会拘泥于产品的形式是软件还是硬件，到底是免费还是付费，到底需要多大规模的投资。我们存在的目的就是为了 empower 我们的用户，使得他们的学习更加轻松一些高效一些，从而成为他们实现自我的助推力。

公司核心管理层深耕于互联网行业多年，技术经验丰富。首席执行官周枫获得清华大学计算机科学学士和硕士学位、加州大学伯克利分校计算机博士学位。在清华就读期间，周枫担任清华大学科协主席，建立了国内最早的一批局域网，在互联网领域拥有超过 16 年的丰富经验；副总裁及有道云笔记负责人吴迎晖是清华大学计算机科学硕士，曾就职于搜狐，时任邮件部门技术负责人，2005 年加入网易并参与创立有道，先后分管惠及有道云笔记、有道云协作的产品、前端、UI 等工作，具有十多年丰富的互联网产品经验。

图表12 2019H1 研发及相关人员占全职员工的 32.66% 图表13 2017 年-2019H1 网易有道员工人数



- 专职讲师、助教和课程开发人员
- 产品及服务运营
- 研发及相关
- 销售及营销
- 一般和行政



- 授课老师、助教及教研人员
- 销售人员
- 研发人员
- 行政管理人员

资料来源：招股说明书，广证恒生

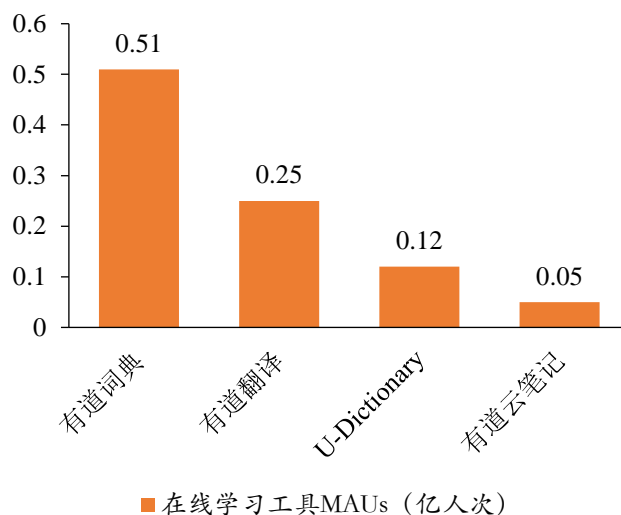
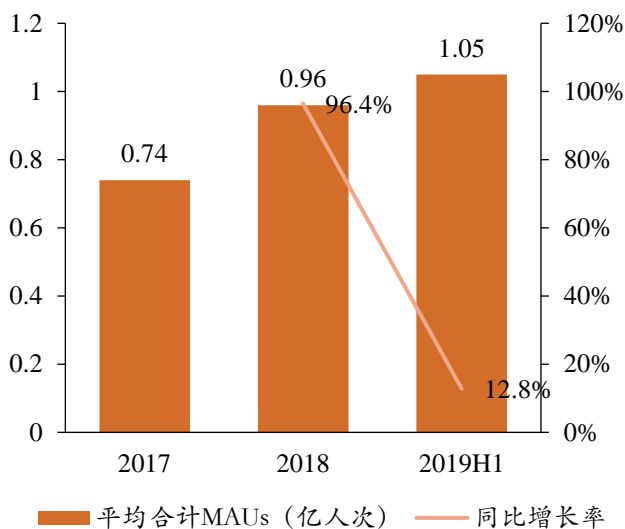
资料来源：招股说明书，广证恒生

3.2 在线课程服务收入在 2018-2019 年度迎来爆发性增长拐点

网易有道学习服务和产品的收入主要由三个部分构成：在线课程服务、智能设备与收费高级服务。其中，在线课程服务占最大比重，另外两块子业务规模较小，2018 合计收入 1 亿元，占学习服务和产品的收入约 23%：（1）智能设备：网易有道与第三方共同设计研发有道智能笔、有道词典笔、有道翻译王等智能设备，2018/2019H1 智能设备业务营收 0.31/0.43 亿元，同比增长 355.2%/265.3%，截至 2019H1 共售出 18 万件智能设备。有道智能笔专为有道精品课学员打造，可将教材上的书写记录转换为数据，实现对

习题的自动批改，并根据学习情况给出后续学习建议；有道词典笔无需连接互联网，扫描印刷文体即可提供即时中英翻译；有道翻译王支持多语言即时翻译，支持语音及图片中文字输入，最新款有道翻译王可支持 43 种语言翻译。（2）收费高级服务：包括网易有道的在线学习工具类应用以及企业服务应用，大部分在线学习工具可以免费使用，部分在线学习工具提供付费内容业务。自网易有道成立以来，旗下 APP 累计下载次数超过 13 亿次，注册学生人次逾 2 亿。

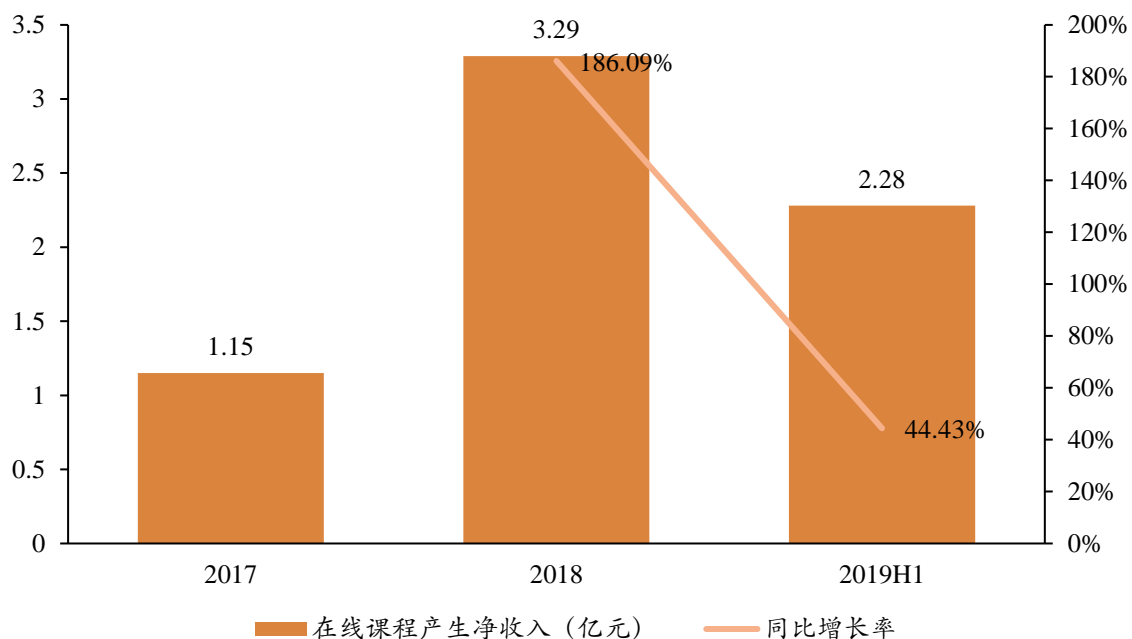
图表14 网易有道旗下产品平均合计 MAUs (亿人次) **图表15 在线学习工具 2019H1 平均 MAUs(亿人次)**



资料来源：招股说明书，广证恒生

资料来源：招股说明书，广证恒生

在线课程服务是学习服务和产品的主要收入构成，也是公司主要的收入来源，未来在公司的总收入占比预计将持续提升。网易有道在线课程服务提供 K12 课程、外语和兴趣教育服务以及 IT 计算机技能培训等多种产品，涵盖广泛的主题，并针对年龄广泛的人群。在线课程服务分为在线直播和在线直播期间的其他活动，包括教材、测验库、在线聊天室以及与其他学生和讲师的互动。在 2017 年、2018 年和 2019 年 H1，在线课程产生净收入分别为 1.15 亿元，3.29 亿元 (+186.09%) 和 2.28 亿元 (+44.43%)，迎来爆发性增长拐点，契合在线教育行业发展趋势。有道词典及其他工具类产品在运营中积累大量客户群，较好为在线教育业务导流。预计在线课程服务未来几年间保持持续高增长，成为主营业务的主要占比及核心推动力。

图表16 在线课程服务收入在 2018-2019 年度迎来爆发性增长拐点


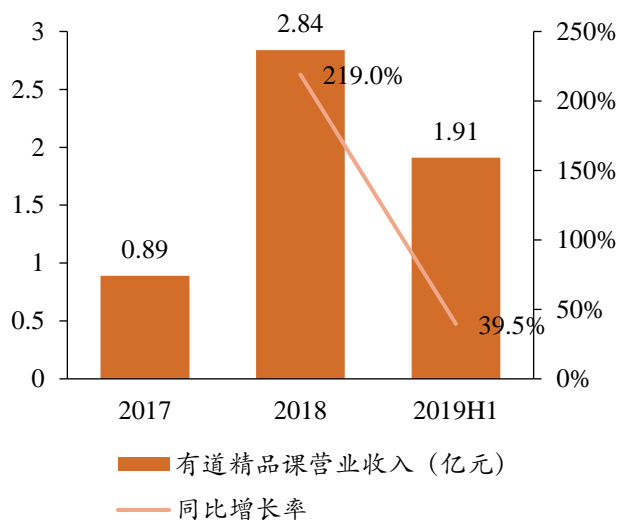
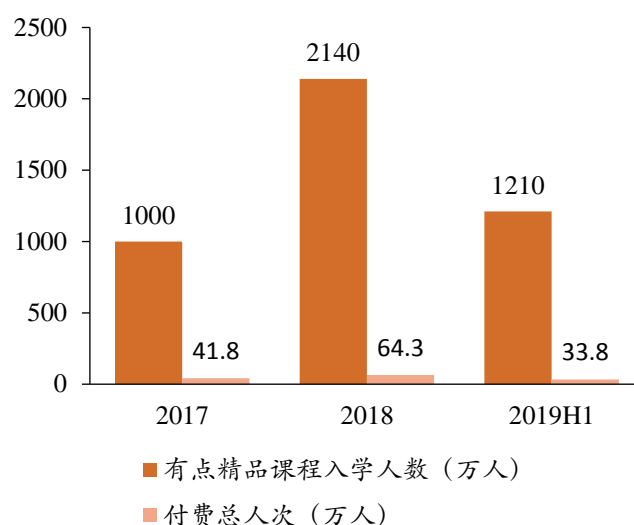
数据来源：招股说明书，广证恒生

网易有道的在线课程主要由中国大学 MOOC、网易云课堂和有道精品课提供：

(1) **中国大学 MOOC**。MOOC 代表大规模开放式在线课程，旨在为广大受众提供免费或低成本的学习资源。网易有道与高等教育出版社合作运营中国大学 MOOC，提供针对中国大学生和成年人的在线课程的平台。根据弗若斯特沙利文数据，2018 年中国大学 MOOC 主要提供 594 门国家高级公开课程，占教育部认可的高级公开课总数的 74%，在中国所有 MOOC 平台中排名第一。2019H1，中国大学 MOOC 提供了 3140 多个课程，已经成为中国最大的 MOOC 平台。

(2) **网易云课堂**。2019 年 5 月网易有道从网易集团收购了网易云课堂业务，主要提供针对中国成年人的在线课程，截至 2019H1 已提供约 6.7 万门课程，其中包括：专业技能课程；英语和其他语言课程；专业认证准备课程。

(3) **有道精品课程**。网易有道旗舰在线课程品牌，主要关注 K12 课后培训，提供双师大班课。有道精品课程产生的净收入分别为 8910 万元，2.84 亿元和 1.91 亿元，占据在线课程营收的绝大部分。从入学人数方面看，2018 年有道精品课程入学总人数为 2140 万 (+113.8%)，2019H1 为 1210 万 (+30.8%)。累计付费人次不断增长，2018 年有道精品课程的付费人次共 64.3 万人(+54%)，2019H1 为 200.8 万人(+6%)。

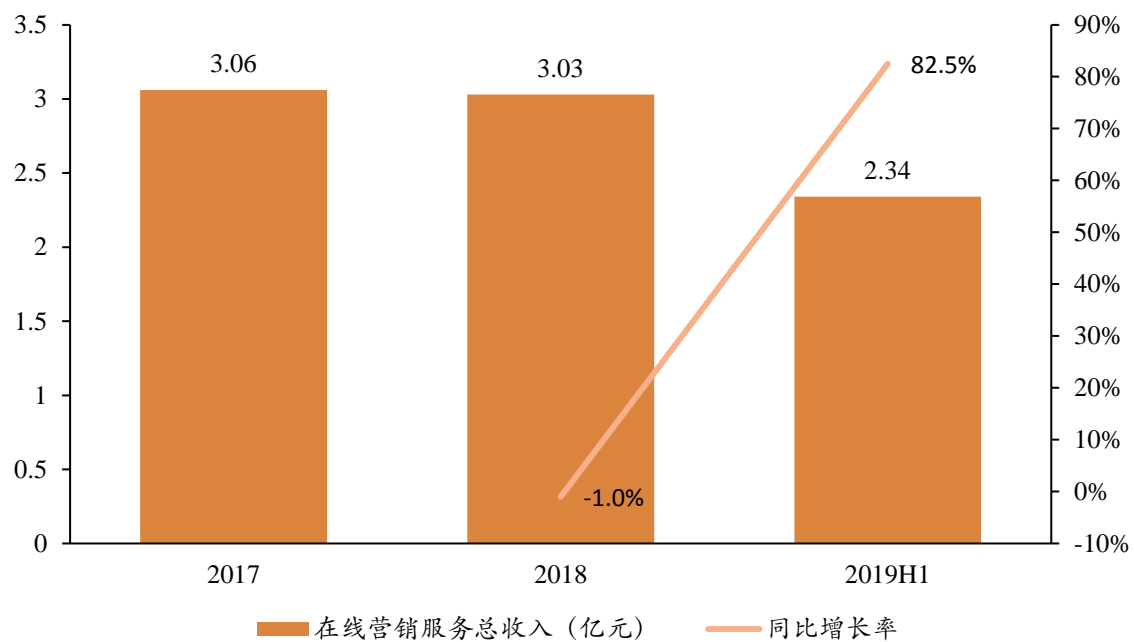
图表17 有道精品课营收及增速

图表18 有道精品课程入学人数及付费人次


资料来源：招股说明书，广证恒生

资料来源：招股说明书，广证恒生

3.3 在线营销服务稳中求进

网易有道的另一块主营业务是在线营销业务。其提供的在线营销服务主要分为两种：基于效果的广告服务、品牌广告服务。其中，品牌广告服务专注于通过徽标等方面建立广告客户的品牌知名度，通常会根据展示时间收取固定的广告费。网易有道的大多数在线营销服务收入来源于基于效果的广告服务，其中包括基于每次点击费用或CPC收费的服务。从客户数量来看，2017年、2018年和2019H1基于效果的广告服务客户数量大约为3000、1800、2200个；从基于效果的广告服务对在线营销服务净收入贡献来看，网易有道分别从中获取了在线营销服务净收入的84.4%、76.9%和82.3%。由于2018年互联网广告业整体显现下滑态势，有道广告营收相较于2017年基本持平，不过到了2019H1广告营收同比大幅增长82.5%，重现回到高增长态势，客户也大幅反弹。2017年、2018年在线营销服务毛利率分别为49.6%和40.6%，预计将长期保持稳定。

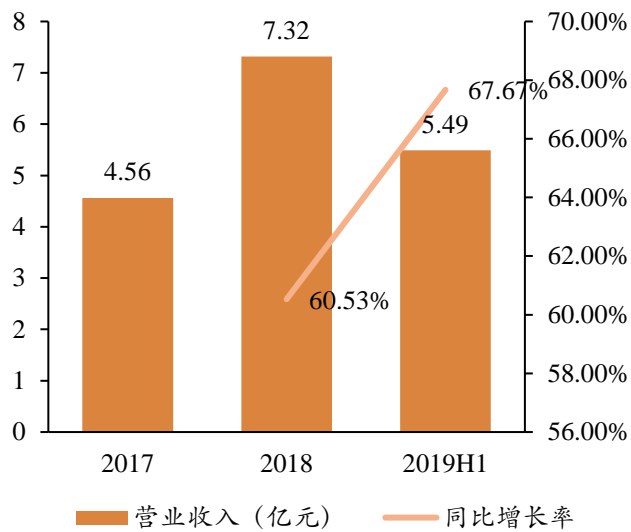
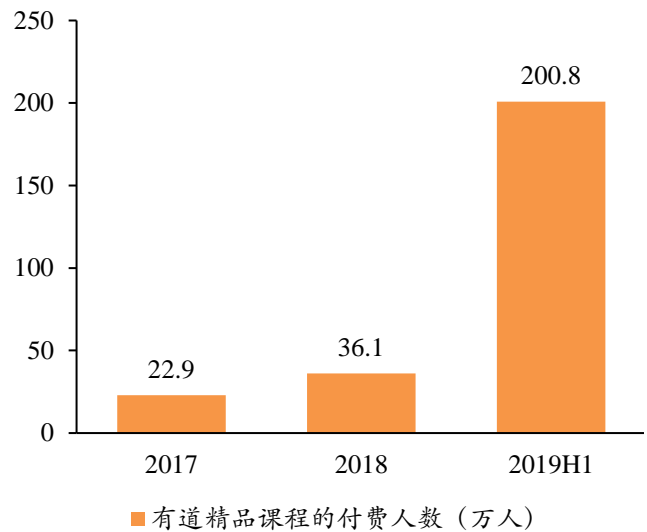
图表19 在线营销服务稳中求进


数据来源：招股说明书，广证恒生

4.财务简析：付费用户大幅提升促营收高速增长，销售费用率低于同行水平

4.1 主营业务：付费人数大幅增长，学习服务产品毛利显著提升

付费人数大幅增加助推公司营收持续高增。2017、2018、2019H1 网易有道营业收入分别为 4.56 亿元、7.32 亿元 (+60.53%)、5.49 亿元 (+67.67%)。从付费学员的人数来看，有道精品课程付费用户大幅增长，2017-2018 分别为 22.9 万人和 36.1 万人，2019H1 达 200.8 万人，得益于有道词典及其他工具类产品在运营中积累大量客户群。此外，有道高级课程每名付费学生的总账单也持续增加，从 2017 年的 363 元至 2018 年的 559 元，+53.8%，进一步增加至 2019 H1 的 751 元，+47.8%。

图表20 2019H1 网易有道营业收入强劲增长

图表21 有道精品课程付费人数大幅增长


资料来源：招股说明书、广证恒生

资料来源：招股说明书、广证恒生

细分至业务层面，强劲的营收增长得益于：(1) 包括在线课程、智能硬件和会员订阅服务为组成的智能学习业务2019H1收入约3.14亿元，同比增长58.1%，课程单价与付费人数增长。(2) 在线广告2019H1收入为2.34亿，同比增长82.5%，受益于海量高活跃度用户，其中绩效广告服务的收入从2018H1的1.00亿元增至2019H1的1.92亿元。

图表22 2017-2019H1 网易有道净收入分类

净收入 (亿元)	FY2017	FY2018	FY2019H1
学习服务和产品	1.50	4.29	3.14
-在线课程服务	1.15	3.29	2.28
-智能设备	0.07	0.31	-
-收费高级服务	0.28	0.69	-
在线营销服务	3.06	3.03	2.34
净收入总额	4.56	7.32	5.49

数据来源：招股说明书、广证恒生

总收入成本从FY2017的2.94亿元增加至FY2018的5.15亿元。学习服务和产品的收益成本从FY2017的1.40亿元增长至FY2018的3.35亿元，同比上升139.29%，主要原因是教师薪酬、教育服务、教学设备支出上升；FY2018在线营销服务成本为1.80亿元，同比上升16.88%，原因在于流量获取成本上升。

图表23 学习服务产品、在线营销成本持续增加

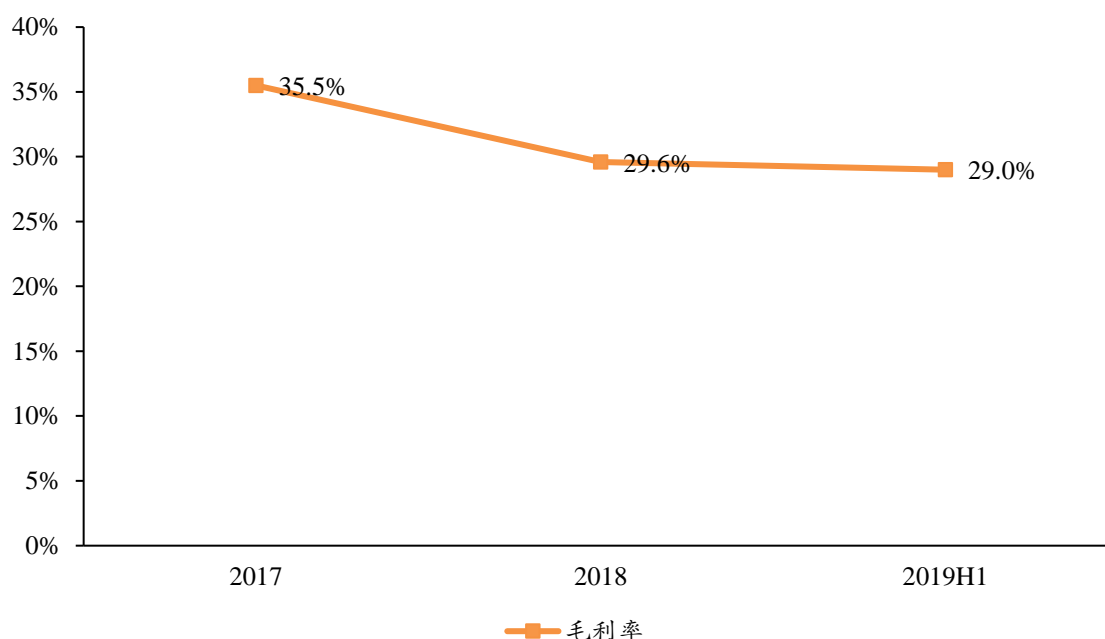
收益成本 (亿元)	FY2017	业务成本占比	FY2018	业务成本占比	FY2019H1	业务成本占比
学习服务和产品	1.40	47.62%	3.35	65.05%	2.37	60.77%
在线营销服务	1.54	52.38%	1.80	34.95%	1.53	39.23%
总收入成本	2.94	-	5.15	-	3.90	-

数据来源：招股说明书、广证恒生

网易有道毛利由2017年的1.619亿元增加至2018年的2.165亿元，毛利率分别为35.5%和29.6%。

拆分来看，学习服务产品毛利显著增长，在线营销净收入受宏观经济影响大幅下降。(1) 学习服务和产品的毛利率从2017年的6.9%增长到2018年的21.8%，由于在线课程净收入的显著增长以及网易有道在优化教师薪酬结构和提高成本效益方面取得的成功；预计学习服务和产品的毛利率未来将有所改善。(2) 在线营销服务的毛利率从2017年的49.6%下降至2018年的40.6%，主要由于不利的宏观经济因素，相关成本呈现上升趋势，且基于效果的广告服务产生的净收入略有下降。尽管短期内波动较大，但预计长期保持相对稳定。综合来看，网易有道在建立师资队伍和扩大在线课程方面进行了大量投资，授课班型主要以小班和直播大班课为主，教师的薪酬结构进一步优化，预计在线教育服务的比重将持续上升并长期成为公司最主要的营收贡献来源，其毛利率也将持续上升至45-65%左右的均衡水平，公司整体的毛利率水平中长期将呈现上升趋势。

图表24 2017-2018年网易有道毛利率显著下降，由于收入结构的变化中长期将呈现上升趋势



数据来源：招股说明书、广证恒生

图表25 FY2017-FY2018 学习服务产品毛利率显著增长，在线营销毛利率大幅下降

毛利率 (%)	FY2017	FY2018	FY2019H1
学习服务和产品	6.9	21.8	24.8
在线营销服务	49.6	40.6	34.6

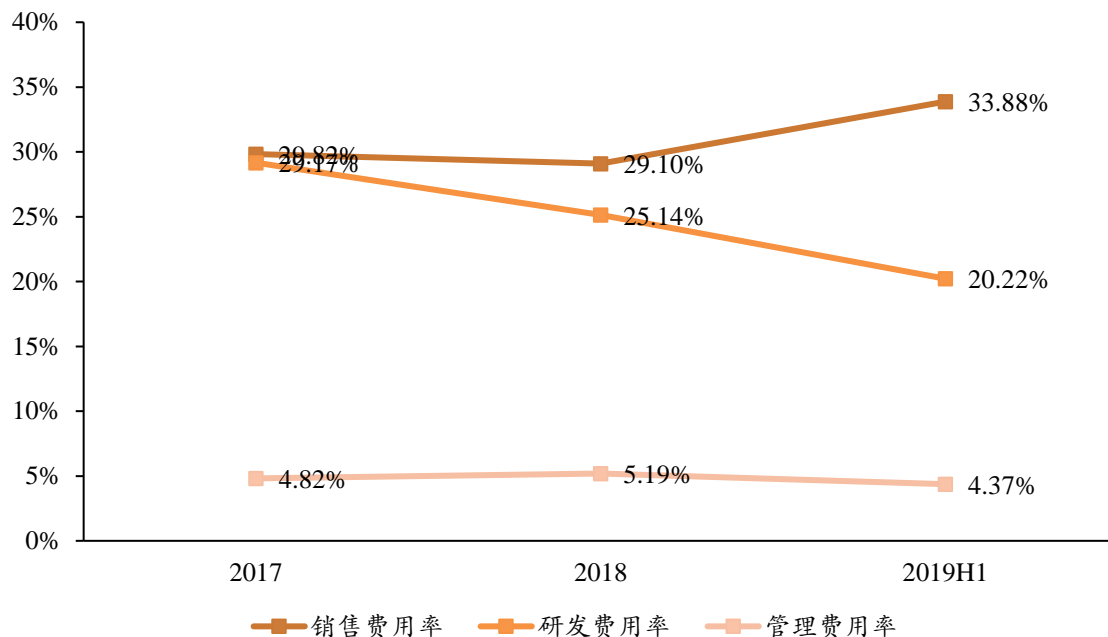
数据来源：招股说明书、广证恒生

4.2 期间费用：2019H1 销售费用率上升，管理费用率持续优化

费用方面，网易有道销售费用率低于同行水平，2019H1 销售费用率上升明显。但相比业内在线教育企业 30-60% 的销售费用率，网易有道仍然保持在较低水平，得益于网易有道庞大且高粘性的用户群体。2019H1 销售费用率上升至 33.88%，主要系公司扩大了课程推广渠道和市场推广的销售团队所致。这跟 2019H1 在线课程服务的收入大幅提升是一致的。预计随着行业获客成本的提升，以及在线业务的持续发力，后续销售费用率仍将持续攀升。特别是公司在 2019 年第二季度开始战略性地增加在线流量获取渠道

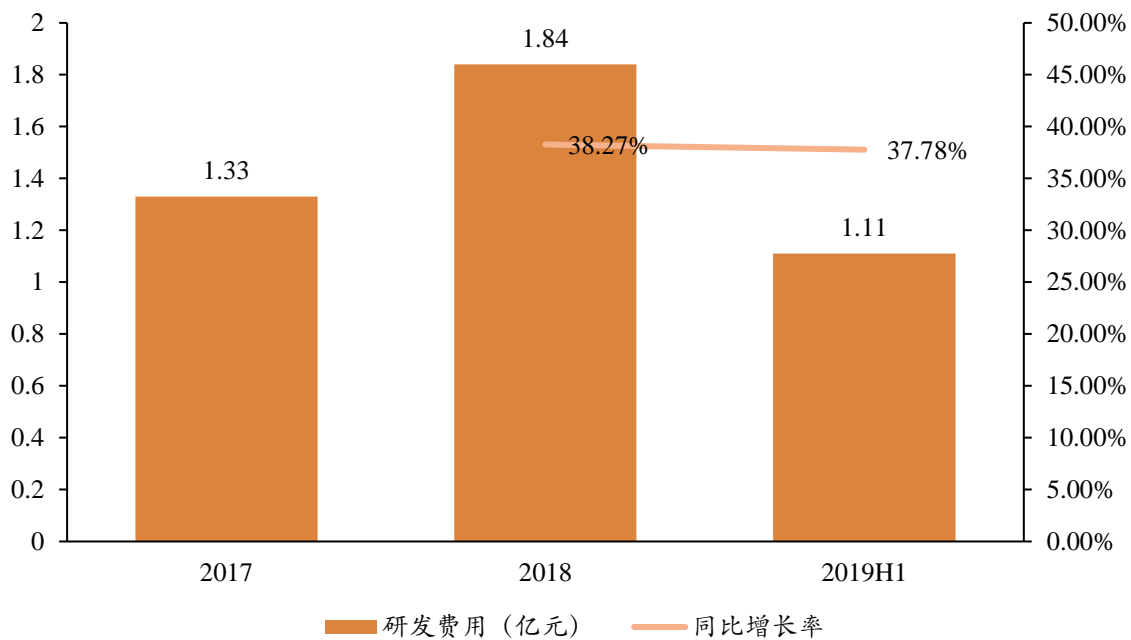
的支出以吸引新用户和学生，我们预计至少在2019年剩余季度中，销售费用短期同比大幅增长。

图表26 网易有道销售费用率低于同行水平



数据来源：招股说明书，广证恒生

研发费用和管理费用率持续优化。 FY2017-FY2018 研发费用率为 29.17%和 25.14%，FY2019H1 持续优化至 20.22%。而从研发投入的绝对值来看，FY2017、FY2018、2019H1 研发投入分别为 1.33 亿元、1.84 亿元 (+38.27%)、1.11 亿元 (+37.78%)，依然维持较高速增长，但相比于营收的超高速增长，其占营业收入的比例持续下降。而营收的持续高增特别是在线教育服务业务的持续爆发主要需要大幅新增讲师和销售人员，跟研发的关联度较弱，预计未来研发费用占比仍将保持一定的下降趋势。FY2017、FY2018、FY2019H1 管理费用率分别为 4.82%、5.19%、4.37%，相对稳定，主要系公司管理效率提高和规模效应凸显所致，后续受上市运营影响将管理费率短期将略有上升，但预计长期变化不大。

图表27 研发费用率持续优化


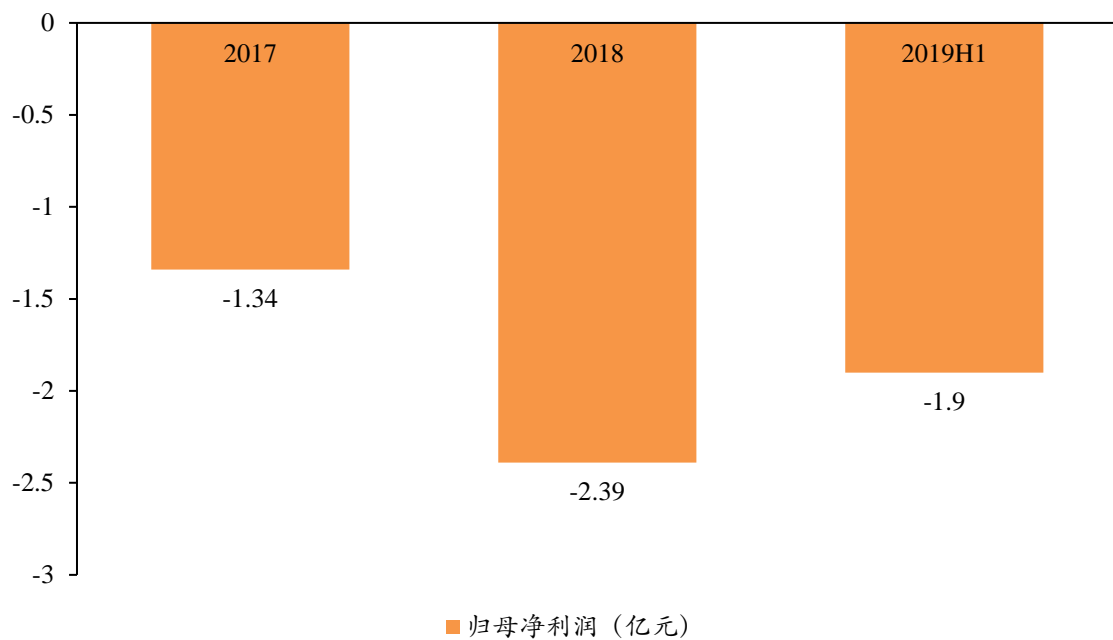
数据来源：招股说明书，广证恒生

4.3 盈利能力：短期料将持续亏损，看好其长期价值

净利方面，网易有道持续维持亏损状态。公司在2018年、2019H1分别净亏损2.09亿元和1.68亿元，对应净利率为-28.6%和-30.6%；归母净亏损2.39亿元和1.90亿元，归母净利率-32.7%和-34.6%。预计随着公司在2019年第二季度开始战略性地增加在线流量获取渠道的支出以吸引新用户和学生，预计2019年销售费用短期内将维持高位，预计全年亏损。2020年及以后是否能够扭亏为盈，重点关注其在线业务为主的主营业务的发展进程，以及成本项和费用项目的控制，进一步优化教师的薪酬结构，并实现更大的规模经济和成本协同效应。

2017年、2018年、2019H1，公司经营活动现金流净额为-0.87、-1.00、-2.01亿元，持续扩大。

我们认为网易有道的亏损是阶段性的战略性的亏损。短期还会进一步扩大，但看好其长期价值，扭亏为盈，实现可观的盈利水平。其中对企业是否能够盈利影响最大的一块业务是在线教育，以针对K12课后培训提供双师大班课的有道精品课为例，我们认为在线双师直播大班课是一个好赛道，完全具备盈利基础，跟谁学就是一个已经成功实现规模化盈利的同行案例。有以下三点原因：(1) 商业模式的创新，在线属性叠加辅导老师角色的加入改善线下大班课固有的不足，整体效率显著提升；(2) 在用户及区域的下沉市场上，大班课产品性价比优势突出；(3) 对于企业而言，双师直播大班课财务模型较之目前在线1v1模式有更强的盈利性基础。正如CEO周枫表示：“现在有道更多投入在了初中、小学等素质类的课程领域以实现业务更快速增长，导致有道目前仍不盈利。而在高中教培、大学学段以及逻辑英语等产品上，公司实际上已经实现盈利。”

图表28 网易有道持续维持亏损状态


数据来源：招股说明书，广证恒生

图表29 财务摘要

核心指标 (亿元)	FY2017	FY2018	FY2019H1
营业收入	4.56	7.32	5.49
营业成本	2.94	5.15	3.90
毛利润	1.62	2.16	1.59
销售费用	1.36	2.13	1.86
研发费用	1.33	1.84	1.11
管理费用	0.22	0.38	0.24
营业利润	-1.30	-2.19	-1.62
税前利润	-1.59	-1.98	-1.66
归母净利润	-1.34	-2.39	-1.90

数据来源：招股说明书、广证恒生

5. 风险提示

(1) **政策变动风险。**中国的线上教育仍处于初期阶段，相关上位法体系尚未成熟，且最新政策仍在不断的演变当中，其诠释和执行具有重大不确定因素及模糊之处。例如，2018年所出台的整治校外培训机构的相关政策中，对行业的预收款期限、教师资格证做出了限制，若后续政策真正落地且适用于在线教育企业，大部分跨期预收款占比较大、兼职教师比例较大的在线培训机构将受到较大影响。

(2) **盈利能力变动风险。**当前大部分在线教育企业仍处于亏损阶段，一方面由于营销投入巨大，另外一方面也由于部分企业盈利模式不清晰，变现能力较差。后续在销售费用率能否下降，企业能否实现最终盈利上具有较大的不确定性。



(3) **技术研发效果不达预期的风险。**智能学习行业正经历着快速的技术变革和创新，并受到不可预测的产品生命周期和用户喜好的影响。网易有道的技术存在难以及时且经济高效地跟踪和适应智能学习行业的技术变化风险，从而对业务和前景产生重大影响。此外，如果网易有道在技术上的大量投资达不到预期的结果，对公司的业务、财务状况和经营业绩可能造成重大不利影响。

数据支持：冼靖



新三板团队介绍:

在财富管理和创新创业的两大时代背景下，广证恒生新三板构建“研究极客+BANKER”双重属性的投研团队，以研究力为基础，为企业量身打造资本运营计划，对接资本市场，提供跨行业、跨地域、上下游延伸等一系列的金融全产业链研究服务，发挥桥梁和杠杆作用，为中小微、成长企业及金融机构提供闭环式持续金融服务。

团队成员:

袁季（广证恒生总经理兼首席研究官）：长期从事证券研究，曾获“世界金融实验室年度大奖—最具声望的100位证券分析师”称号、2015及2016年度广州市高层次金融人才、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖，携研究团队获得2013年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。2014年组建业内首个新三板研究团队，创建知名研究品牌“新三板研究极客”。

赵巧敏（新三板研究总监、副首席分析师）：英国南安普顿大学国际金融市场硕士，8年证券研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景，曾获08及09年证券业协会课题二等奖。具有多年A股及新三板研究经验，熟悉一二级市场运作，专注机器人、无人机等领域研究，担任广州市开发区服务机器人政策咨询顾问。

温朝会（新三板副团队长）：南京大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，七年运营商工作经验，四年市场分析经验，擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

黄莞（新三板副团队长）：英国杜伦大学金融硕士，具有跨行业及海外研究复合背景，负责教育领域研究，擅长数据挖掘和案例分析。

司伟（新三板高端装备行业负责人）：中国人民大学管理学硕士，理工与经管复合专业背景，多年公募基金从业经验，在新三板和A股制造业研究上有丰富积累，对企业经营管理有深刻理解。

魏也娜（新三板TMT行业高级研究员）：金融硕士，中山大学遥感与地理信息系统学士，3年软件行业从业经验，擅长云计算、信息安全等领域的研究。

胡家嘉（新三板医药行业研究员）：香港中文大学生物医学工程硕士，华中科技大学生物信息技术学士，拥有海外知名实业工作经历，对产业发展有独到理解。重点研究中药、生物药、化药等细分领域。

田鹏（新三板教育行业高级研究员）：新加坡国立大学应用经济学硕士，曾于国家级重点经济期刊发表多篇论文，具备海外投资机构及国内券商新财富团队丰富研究经历，目前重点关注教育领域。

于栋（新三板高端装备行业高级研究员）：华南理工大学物理学硕士，厦门大学材料学学士，具有丰富的二三级研究经验，重点关注电力设备及新能源、新材料方向。

史玲林（新三板大消费&教育行业研究员）：暨南大学资产评估硕士、经济学学士，重点关注素质教育、早幼教、母婴、玩具等消费领域。

李嘉文（新三板主题策略研究员）：暨南大学金融学硕士，具有金融学与软件工程复合背景，目前重点关注新三板投资策略，企业资本规划两大方向。

联系我们:

邮箱：huangguan@gzgzhs.com.cn

电话：020-88832319



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。