

【广发传媒&海外】新东方在线 (01797.HK)

这个时点为什么是 K12 在线教育?

核心观点:

- **这个时点为什么是 K12 在线教育? 驱动来自需求&竞争。**在这个时点 K12 在线教育开始快速发展我们认为主要来自两方面驱动。(1) 需求: 在培训需求逐渐被线下机构满足之后, 一二线城市为 K12 教培机构贡献的营收增速难以再突破, 下沉市场需求的重要性开始提升, 在线教育突破下沉市场防线的最优模式; (2) 竞争: 而作业帮、猿辅导等产品基于前端工具类产品在下沉市场的流量积累, 在下沉市场的发展势头强劲; 新东方在线东方优播开始走出。行业竞争加剧, 当前时点积极营销, 抢占用户品牌认知是关键。下沉市场强劲需求支撑之下有望催生在线教育行业新巨头。
- **主要模式对比: 大小班均具持续盈利潜力, 小班标准化能力更强。**直观来看, 大班、小班及一对一三种模式各有侧重。互动强度: 一对一 > 小班 > 大班; 课程安排灵活性: 一对一 > 小班 = 大班; 师资教研角度: 教研本地化, 小班模式 > 一对一 > 大班。从名师效应的重要性来看, 大班 > 一对一 > 小班。财务角度看, 一对一相对更依赖营销前端, 盈利难度会大一些。而从规模化来看, 我们认为依赖名师效应的大班模式规模化扩张难度相对较大, 小班模式标准化的可能性更强。
- **投资建议:**相比 K12 在线教育, 在线语言培训已经过了从融资热到烧钱热到资本冷却行业分化的过程。从在线教育的发展启示来看, 资本助推之下通过密集营销投入抢占用户认知先机是行业发展早期的关键, 但长期来看机构自身造血能力才是支撑盈利的关键。赛道对比角度, K12 在线相对更强应试需求, 用户 LTV 更高, 大班与小班模式更容易跑出。我们长期看好 K12 在线教育的赛道价值, 以及大班和小班模式长期攫取行业需求的可能性, 推荐关注赛道好、模式好的新东方在线 (01797.HK)。考虑公司大学及学前业务调整, 以及东方优播拓展速度, 我们调整对新东方在线的盈利预测, 20~22 财年预计实现营收 12.27/17.66/25.67 亿人民币, 分别实现归母净利润 -0.47/-0.30/1.10 亿元。综合考虑绝对估值以及相对估值, 新东方在线合理价值为 22.51 港元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** (1) 在线教育行业监管趋严; (3) 行业竞争加剧。

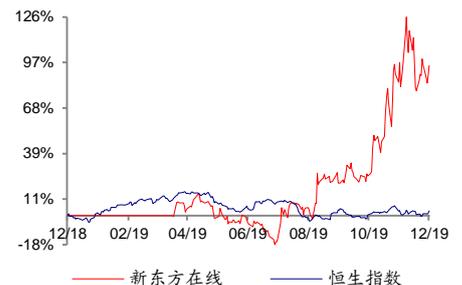
盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	650	919	1227	1766	2567
增长率(%)	46%	41%	34%	44%	45%
EBITDA(百万元)	99	-66	-48	-26	139
净利润(百万元)	91	-40	-47	-30	110
增长率(%)	-3%	-144%	-19%	37%	471%
EPS(元/股)	0.10	-0.04	-0.05	-0.03	0.12
市盈率(P/E)	-	-	-	-	152.7
市净率(P/B)	-	5.1	4.7	4.2	3.6
EV/EBITDA	-	-	-	-	109.1

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	19.9 港元
合理价值	22.51 港元
前次评级	买入
报告日期	2019-12-13

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师:

叶敏婷



SAC 执证号: S0260519110001

021-60759783



yeminting@gf.com.cn

分析师:

胡翔宇



SAC 执证号: S0260517080001

SFC CE No. BNG229



010-59136632



huxiangyu@gf.com.cn

请注意, 叶敏婷并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

【广发传媒&海外】新东方在线 (01797.HK): 优质产品驱动付费, 东方优播聚焦下沉市场
2019-09-27

目录索引

一、这个时点为什么是 K12 在线教育?	5
(一) 一级市场融资热度不减, 三家机构 IPO.....	5
(二) 需求以及竞争驱动行业爆发, 下沉市场流量红利争夺.....	6
二、模式对比: 大小班均具持续盈利潜力, 小班标准化能力更强.....	10
(一) 直观对比: 营销投入带来流量导入, 付费转化能力上各有侧重	11
(二) 财务角度对比: 从毛利率和销售费用率对比三模式	14
三、对比在线语言培训: K12 在线教育 LTV 更高	18
四、投资建议	21
(一) 盈利预测.....	21
(二) 估值情况.....	22
风险提示	24

图表索引

图 1: 在线教育行业投融资事件 (件)	5
图 2: 在线教育行业投融资-按融资规模分 (件)	5
图 3: 在线教育行业投融资-按轮次分 (件)	6
图 4: 在线教育行业投融资-按领域分 (件)	6
图 5: 好未来培优小班营收增速	7
图 6: 好未来培优小班前五大城市的营收占比	7
图 7: 该省市 985 大学本地就业人数占总就业人数的比例	8
图 8: 2019 届毕业生青睐城市按线级分析	8
图 9: 学而思网校移动 APP 终端设备区域分布	8
图 10: 家长帮移动 APP 终端设备区域分布	8
图 11: 作业帮移动 APP 终端设备区域分布	9
图 12: 猿辅导移动 APP 终端设备区域分布	9
图 13: 小猿搜题移动 APP 终端设备区域分布	9
图 14: K12 在线教育行业主要模式	10
图 15: 在线教育行业商业模式	11
图 16: 付费转化关键	12
图 17: 小班课程形式——以东方优播为例	13
图 18: 小班上课界面——以东方优播为例	13
图 19: 大班课程形式——以跟谁学为例	13
图 20: 大班上课界面——以跟谁学为例	13
图 21: 一对一课程形式——以掌门一对一为例	13
图 22: 大班上课界面——以掌门一对一为例	13
图 23: 跟谁学 FY2018 (百万人民币)	14
图 24: 跟谁学 FY2019Q1~Q3 (百万人民币)	14
图 25: 新东方在线 FY2018 (百万人民币)	15
图 26: 新东方在线 FY2019 (百万人民币)	15
图 27: 网易有道 FY2018 (百万人民币)	15
图 28: 沪江教育 FY2017 (百万人民币)	15
图 29: 51talk FY2018 (百万人民币)	16
图 30: 51talk FY2019Q1 (百万人民币)	16
图 31: 新东方集团 FY2019 (百万美元)	16
图 32: 新东方集团 FY2020Q1 (百万美元)	16
图 33: 好未来 FY2019 (百万美元)	17
图 34: 好未来 FY2020H1 (百万美元)	17
图 35: 在线语言学习投融资事件-按融资规模分 (件)	18
图 36: K12 在线教育投融资事件-按融资规模分 (件)	18
图 37: VIPKID 地铁广告	19
图 38: VIPKID 免费试听课	19
图 39: 在线语言培训机构教研内容	20

表 1: 2019 年以来在线教育投融资金额 TOP10.....	6
表 2: 各家机构获客成本.....	11
表 3: VIPKID 投融资历程.....	18
表 4: 新东方在线营收预测.....	21
表 5: 新东方在线可比公司估值情况（市值统计截止 2019.12.12 收盘）.....	22
表 6: 2020-2029 年公司 FCFF 预测（单位：百万元）.....	23
表 7: 公司每股价值对 WACC 和永续增长率的敏感性分析（单位：港元/股） ..	23

一、这个时点为什么是 K12 在线教育？

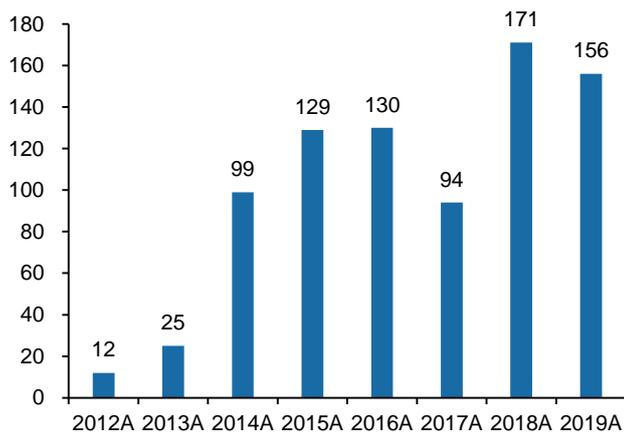
关于在线教育行业，我们于2018年8月30日外发的《在线教育行业：盈利模式处于探索期，资本化开启》重点论述在线教育目前的产业政策、发展阶段、市场规模以及竞争格局；而在2019年9月27日外发的《新东方在线：优质产品驱动付费，东方优播聚焦下沉市场》中我们重点讨论在线教育行业的核心，并总结流量导入能力以及付费转化能力是在线教育品牌最为关键的竞争力。本篇报告，我们总结过去这一年在在线教育行业发生的变化，重点聚焦K12在线教育行业，通过对比新东方在线、跟谁学及网易有道，以及未上市标的作业帮、猿辅导、学而思网校、掌门一对一等K12在线教育行业主要参与者的商业模式，以分析行业现状以及未来趋势。

我们一直认为在线教育不完全是线下培训的替代或者补充，线下培训以及在线教育能够满足学生不同的培训需求。从目前行业发展来看，我们认为当前在线K12教育已经成为K12课外辅导市场中的独立赛道。

（一）一级市场融资热度不减，三家机构 IPO

根据IT桔子的数据，截止2019年12月12日，以在线教育为关键词在IT桔子搜索，可以搜出957件事件。剔除教育信息化以及教辅设备领域的投资，在线教育领域合计投融资事件831件。2019年年初至今合计156件，在整体融资环境趋紧的时候，在线教育行业今年投融资环比2018年热度不减。从融资规模来看，千万级以及亿级融资事件占比持续提升；从轮次来看，2015年以天使轮等早期投资为主，2016年开始投融资轮次逐渐后移，A轮及之后的投融资数量占比逐渐提升。从细分领域来看，在线教育行业的投融资热点仍集中在K12培训、儿童早教、素质教育、语言学习以及职业培训上。从事件数占比来看，K12培训维持高位，语言学习投融资事件占比有所回落，儿童早教提升明显。

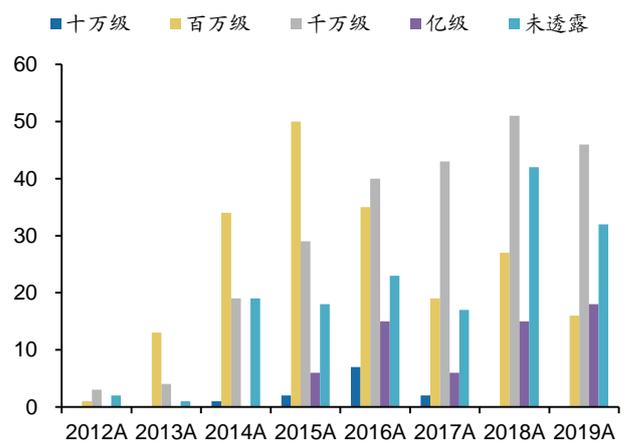
图 1：在线教育行业投融资事件（件）



数据来源：IT 桔子，广发证券发展研究中心

（注：2019 年数据统计截止 2019/12/12，来自 IT 桔子统计的融资数据均截止当天）

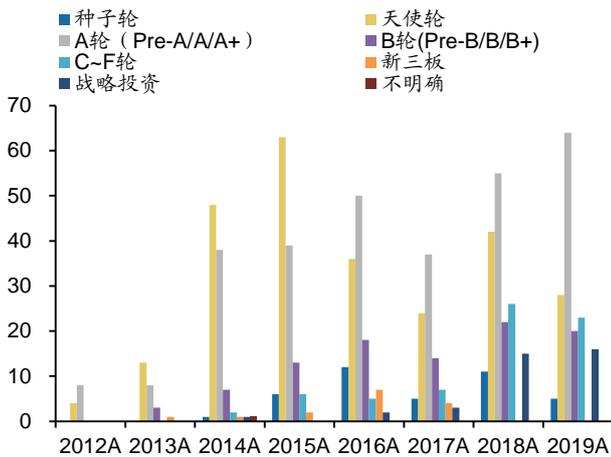
图 2：在线教育行业投融资-按融资规模分（件）



数据来源：IT 桔子，广发证券发展研究中心

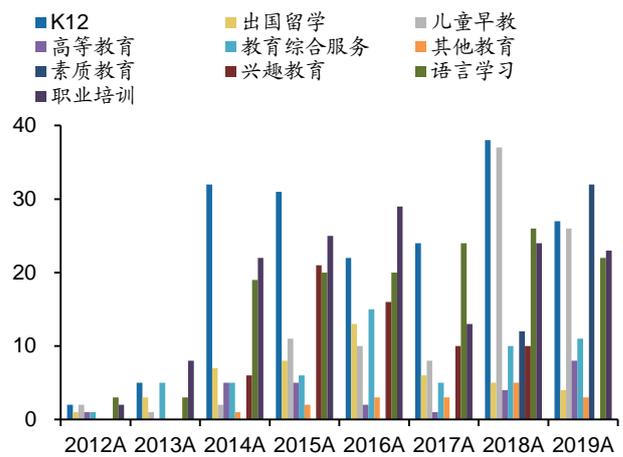
（注：仅列示人民币投资，剔除美元融资）

图 3: 在线教育行业投融资-按轮次分 (件)



数据来源: IT 桔子, 广发证券发展研究中心

图 4: 在线教育行业投融资-按领域分 (件)



数据来源: IT 桔子, 广发证券发展研究中心

从二级市场来看,今年在线教育领域的IPO主要有三例。一是新东方在线(01797.HK)在港股上市;二是跟谁学(GSX)在美股上市;三是网易有道在美股上市。一级市场的融资热度不减以及二级市场密集资本证券化将K12在线教育行业的关注度推高。

表 1: 2019年以来在线教育投融资金额TOP10

序号	时间	标的	领域	融资金额	轮次	投资方
1	2019-02-18	掌门1对1	K12	3.5 亿美元	E 轮	中投公司, Sofina, 华人文化产业投资基金, 元生资本, 中金甲子, 海通国际
2	2019-01-16	DaDa 英语	语言学习	2.55 亿美元	D 轮	好未来, 华平投资, 涌铎投资
3	2019-10-08	VIPKID	语言学习	1.5 亿美元	E 轮	腾讯
4	2019-04-18	高思教育	K12	1.4 亿美元	D 轮	华平投资
5	2019-11-04	编程猫	素质教育	4 亿人民币	C 轮	赛富基金, 猎豹移动, 清流资本, 高瓴资本, 中俄投资基金
6	2019-04-25	洋葱数学	K12	3 亿人民币	D 轮	昆仑万维, 春华资本 Primavera
7	2019-01-02	美联英语	语言学习	3 亿人民币	C 轮	道格资本, 慕华投资, 中金资本
8	2019-01-25	编程猫	素质教育	数亿人民币	B+轮	光控众盈资本, 展博创投
9	2019-02-18	阿卡索	语言学习	数亿人民币	C 轮	IDG 资本, 深创投, 广文投, 泊富基金
10	2019-08-14	Qkids 久趣	语言学习	数亿人民币	战略投资	深创投, 百度, 前海母基金

数据来源: IT 桔子, 广发证券发展研究中心

(二) 需求以及竞争驱动行业爆发, 下沉市场流量红利争夺

而从行业本身来看,今年暑期期间, K12在线各家机构开展营销大战。根据36氪的统计,今年暑假三个月主要的行业参与者广告投放花费超过40亿,其中学而思网校投放超过10亿,作业帮以及猿辅导等投放均在5亿左右的量级。暑假期间集中的广告投放也带来的暑期学生人次的高速增长。为什么K12在线教育在今年突然火爆呢?

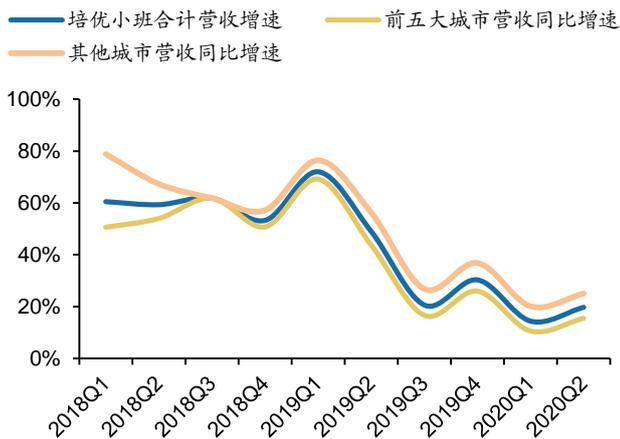
我们认为一是需求驱动；二是竞争驱动。

1.需求驱动：一线城市需求逐渐被满足，三四线城市需求红利明显

需求驱动，并不是说K12需求突然爆发，而是差异化需求在行业整体需求中的重要性提升。这个差异化需求来自一二线城市与下沉市场的城市结构。教培巨头在一二线城市进一步拓展空间缩窄并且竞争加剧的时候，自然需要靠下沉市场的需求来驱动增长。

从行业巨头好未来的发展来看，培优小班的营收增速自进入2019财年第三季度（对应自然年度2018/9/1~2018/11/30）以来下滑明显。分城市结构来看，营收占比前五大城市北京、上海、广州深圳以及南京营收增速滑落至20%以下，其他城市合计营收增速高于前五大城市。从营收占比来看，前五大城市合计营收一直占好未来培优小班整体营收的50%以上，近几个季度占比下滑不明显。我们认为前五大城市营收增速下滑明显，体现目前一线城市K12培训需求已经得到了比较充分的满足，巨头+区域龙头在一二线城市拓展空间缩窄并且竞争持续。而非前五大城市的占比难以进一步快速提升，且非前五大城市营收同比增速同样大幅下滑，则体现靠传统线下培训或双师培训依旧很难突破下沉市场。

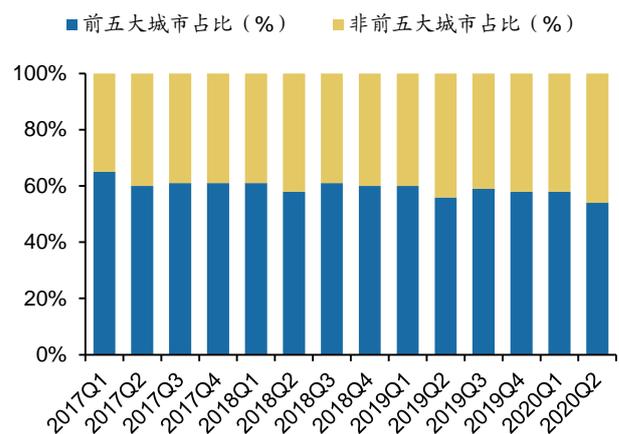
图 5：好未来培优小班营收增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（注：好未来 2020Q2 对应自然年度 20190601~20190831，下同）

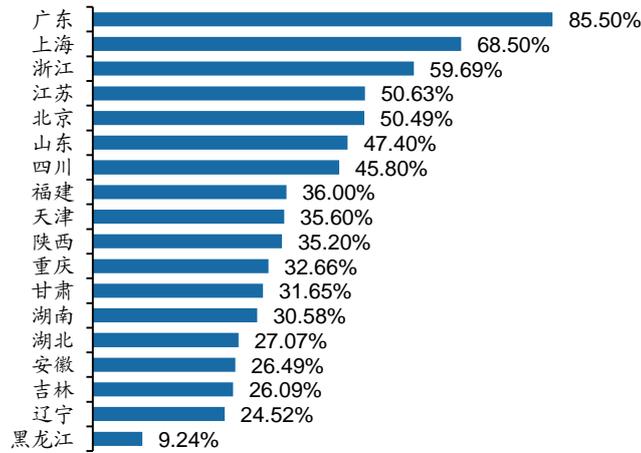
图 6：好未来培优小班前五大城市的营收占比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

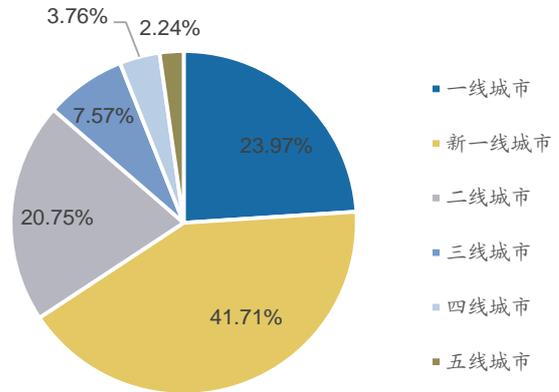
在行业整体亟需新的需求来驱动机构营收增长的时候，各大机构瞄准下沉市场。打开下沉市场的方式通常有三种，一是线下培训中心，二是双师课，三是纯线上教育。线下培训中心进入下沉市场的难点主要在于师资难以下沉。从各线城市受毕业生青睐程度来看，一二线城市仍是吸引人才留下或流向的最主要地区，低线城市人才吸引力目前仍较弱，下沉市场线下培训机构的面授师资储备有一定难度。双师课解决师资下沉的问题，但但凡涉及线下培训中心的建设就涉及在当地的资质审批以及地头蛇的直面竞争。相比而言，在线教育突破下沉市场防线最好的方式。

图 7: 该省市 985 大学本地就业人数占总就业人数的比例



数据来源: 网易新闻, 广发证券发展研究中心

图 8: 2019 届毕业生青睐城市按线级分析



数据来源: 梧桐果, 广发证券发展研究中心

2. 竞争驱动: 下沉市场品牌认知分散, 有望孵化新的行业巨头

竞争驱动, 主要是指教培行业追赶者正积极布局在线教育, 在下沉市场的发展势头甚至强于巨头。在教培巨头还在享受一二线城市需求带来的高速增长时, 行业新进入者已经开始布局三四线城市。巨头在一二线城市线下培训市场增速难以再突破转而投向下沉市场时, 如作业帮、猿辅导等机构已经在下沉市场有一定的市场份额, 并建立了一定的口碑。在K12在线教育领域仍有较大流量红利的阶段, 巨头作为行业后发力者加速布局, 其他机构同样加速扩张以攫取更大市场份额。行业目前仍处于抢占市场份额的阶段。

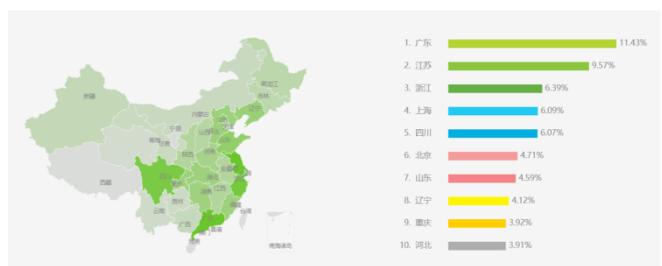
为什么目前类似作业帮以及猿辅导等机构在下沉市场反而发展更好呢? 我们在《新东方在线: 优质产品驱动付费, 东方优播聚焦下沉市场》报告中曾提出在线教育机构流量导入的主要方式包括铺开式广告投放、搜索引擎营销以及流量自动流入等, 流量自动流入的前提是有前端的流量聚集地, 主要包括线下培训机构、在线社区以及题库搜题类APP等。学而思网校的前端流量聚集地是学而思线下培训网点以及家长帮社区。学而思线下培训网点在低线城市本身分布有限, 难以为学而思网校带来下沉市场的大流量。而家长帮方面, 根据艾瑞数据披露的用户城市分布来看, 仍主要分布在一二线城市, 学而思网校的用户分布与家长帮用户分布有一定一致性。

图 9: 学而思网校移动 APP 终端设备区域分布



数据来源: 艾瑞数据, 广发证券发展研究中心

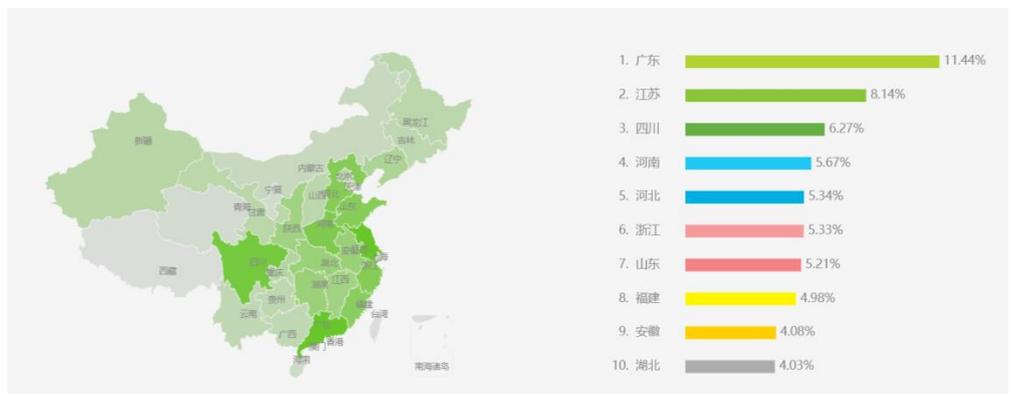
图 10: 家长帮移动 APP 终端设备区域分布



数据来源: 艾瑞数据, 广发证券发展研究中心

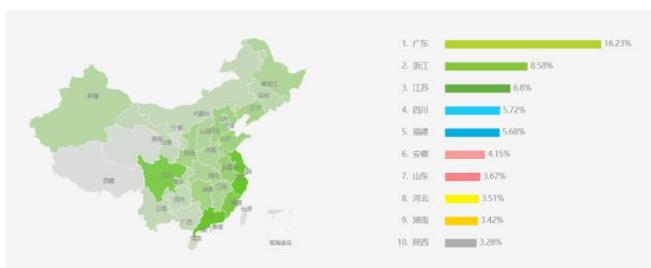
作业帮一课以及猿辅导前端产品是拍照搜题工具类的产品，这类产品进入下沉市场的时间很早（相对在线教学产品），已经积累了大量的三四线城市用户，为作业帮一课以及猿辅导在下沉市场的渗透积累了一定的流量基础。根据公司官网的信息，截止2018年年底，作业帮APP在三线及以下城市的激活用户占到了总激活用户数的73%。作业帮人均使用时长TOP10的省份中，8席是中西部地区和边远地区省份。从猿辅导以及小猿搜题的用户分布区域也可以看到一致性。下沉市场目前对于教育产品的品牌认知相对高线城市来说更加分散，我们认为下沉市场孵化新的教育龙头产品的潜力是巨大的。而品牌建设是讲究一定的先发战略的，在线教育产品以“互联网打法”发力营销或在下沉市场铺设体验门店的方式快速占领流量入口我们认为当前时点当务之急。

图 11: 作业帮移动 APP 终端设备区域分布



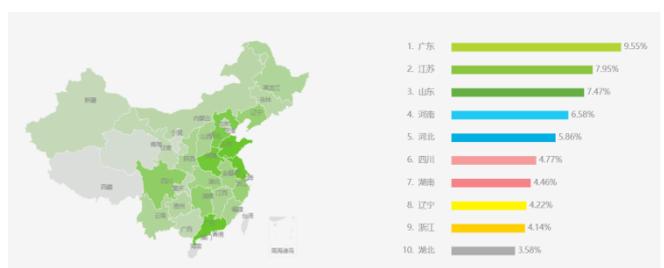
数据来源：艾瑞数据，广发证券发展研究中心

图 12: 猿辅导移动 APP 终端设备区域分布



数据来源：艾瑞数据，广发证券发展研究中心

图 13: 小猿搜题移动 APP 终端设备区域分布



数据来源：艾瑞数据，广发证券发展研究中心

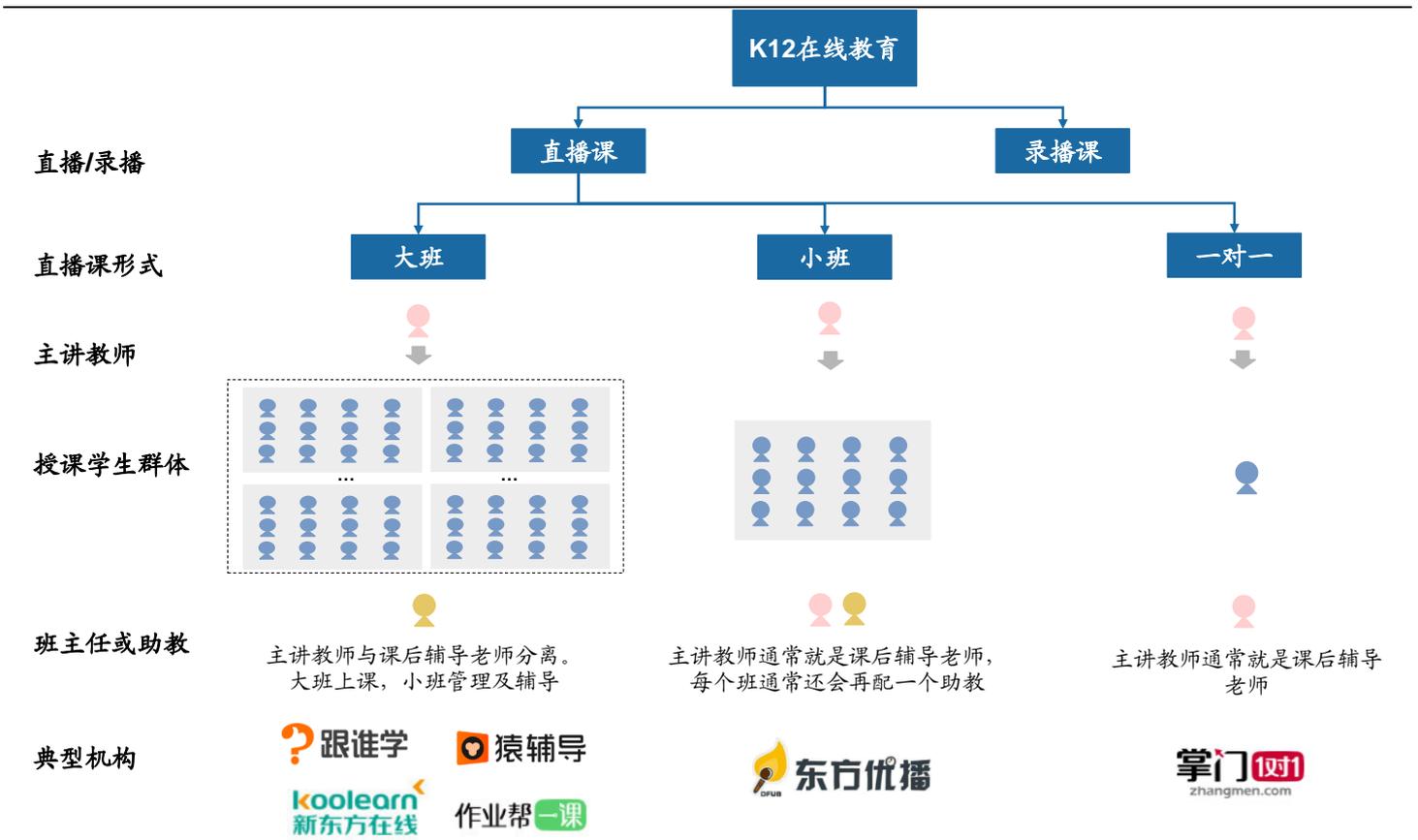
强劲需求以及竞争驱动之下，K12在线教育行业开始高速发展。不同行业参与者因为基因不同，切入赛道的方式以及运营的模式不尽相同。

二、模式对比：大小班均具持续盈利潜力，小班标准化能力更强

目前K12在线教育主要有三种模式：大班、小班以及一对一。具体上课形式来看：

- 大班：主讲教师同时面对100人以上的学生进行直播授课，上课的学生群体再按照20~30人划分行政班，每个班配有班主任或助教负责课堂秩序管理以及课后辅导。授课与课后辅导分离。是目前K12在线教育赛道参与者相对集中的模式。目前大班的主要运营机构包括跟谁学、猿辅导、新东方在线以及作业帮一课等。
- 小班：主讲教师面对10~30人左右的学生群体进行直播授课，每个班再配有一个班主任或助教负责课堂秩序管理。主讲教师通常身兼课后辅导老师，职能贯穿授课到课后辅导。是目前K12在线教育运营机构最少的模式。主要运营机构包括新东方在线旗下的东方优播。
- 一对一：主讲教师仅对一位学生个性化授课，以补差为主。主要运营机构包括掌门一对一、海风教育、学而思网校一对一等。

图 14: K12 在线教育行业主要模式

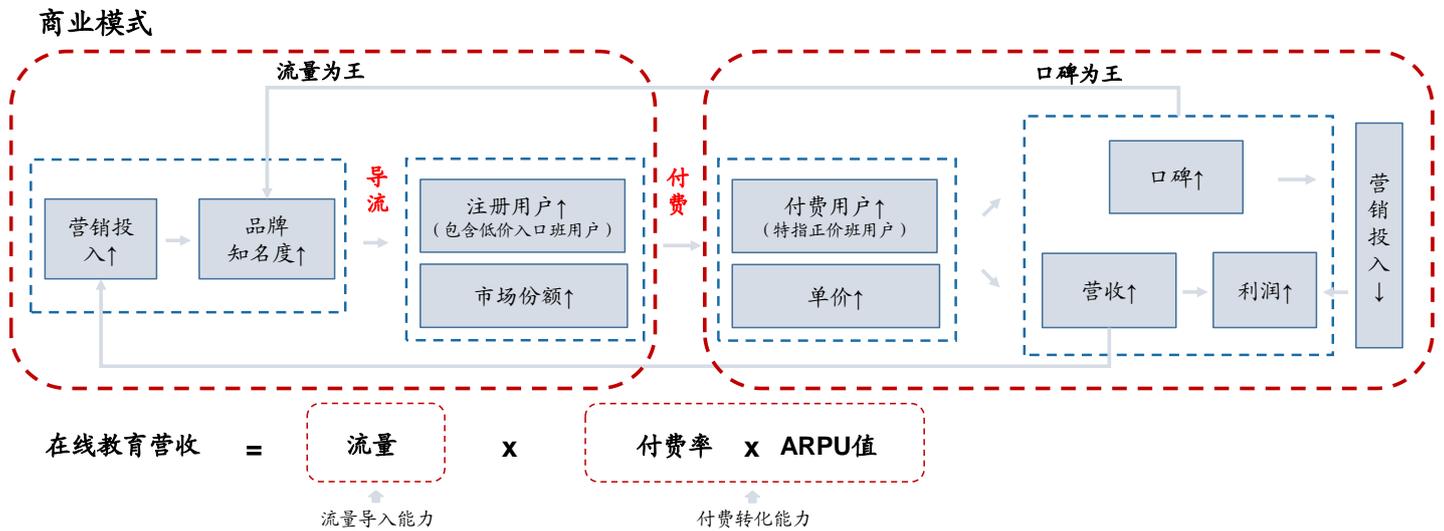


资料来源：广发证券发展研究中心

基于我们搭建的在线教育行业分析框架，以及总结的在线教育品牌最关键的竞争力——流量导入能力以及付费转化能力，结合各模式的典型运营机构的业绩表现，我们分别对比大班、小班以及一对一K12在线教育模式分别的竞争力以及模式未来的

可持续性。在在线教育行业商业模式分析框架中，我们进一步明确，注册会员还包含低价入口班用户，付费用户特指正价班用户。导流而来的市场份额其实是伪市场份额，真实的市场份额在这基础上还需要叠加转化率、完课率和续报率等。

图 15: 在线教育行业商业模式



在线教育净利 = 营收 - 成本 (师资成本☆) - 费用 (营销投入☆) - 其他

资料来源：广发证券发展研究中心（注：长期稳定的营收还需要用户转化率和续报率的支撑）

（一）直观对比：营销投入带来流量导入，付费转化能力上各有侧重

1. 流量导入能力

流量导入环节是讲究先发优势的，在暑假期间通过低价入口班大幅冲高报名学生人次以及暑期营收数据，带来“伪市场份额”。目前行业头部的在线教育机构暑期低价入口班的学生最终报名秋季正价班的比例（转化率）在15%~30%不等。虽然各家机构之间转化率水平差别较大，但低价入口班的报名人数至少保证了正价班的学生基数。这也是为什么今年暑假各家机构不惜投放巨额广告，大打低价促销课，暑期密集的广告投放首先能抢占学生入口。

从投入产出比来看，单在暑期，在线教育机构的盈利是难以打平的。从课程设置来看，暑期低价课定价通常在50元左右，单促销课获客成本这一项支出就远高于课程定价。横向对比来看，学而思网校相比其他机构来说促销课的获客成本较高，主要是因为营销活动上学而思网校相对滞后一步，失去了抢占入口的先机。

表 2: 各家机构获客成本

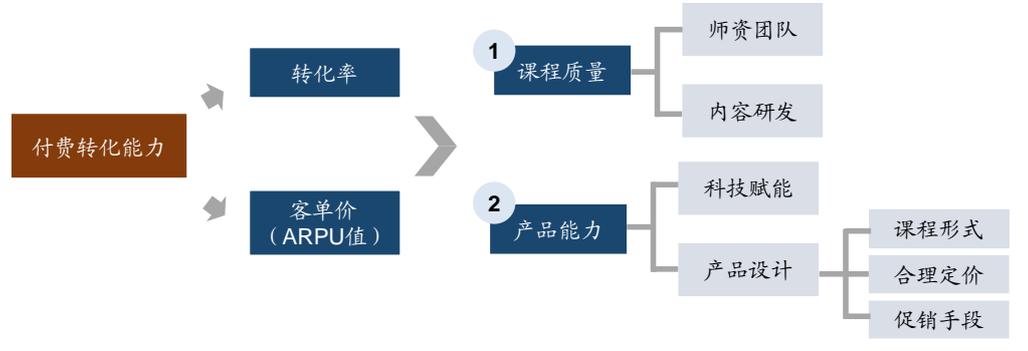
机构	2019 年暑期招生人次	暑期广告投放花费	促销课获客成本 (元/学生人次)	转化率	正价班获客成本 (元/学生人次)
学而思网校	约 150 万	12 亿	857.14	20.0%	4285.71
作业帮	超过 200 万	超过 5 亿	250.00	25.0%	1000.00
猿辅导	约 100 万	约 4-5 亿	500.00	30.0%	1666.67

数据来源：36 氪，广发证券发展研究中心（注：数据来自第三方机构，实际情况或略有一定偏差；正价班获客成本=暑期促销课获客成本/转化率）

2. 付费转化能力：课程质量&产品能力

我们曾总结付费转化能力的关键支撑因素包括课程质量以及产品能力两个方面。

图 16: 付费转化关键



数据来源：广发证券发展研究中心

先从课程形式说起，各家主打模式有一定差异。大班、小班以及一对一给到学生的课程体验也各有侧重。

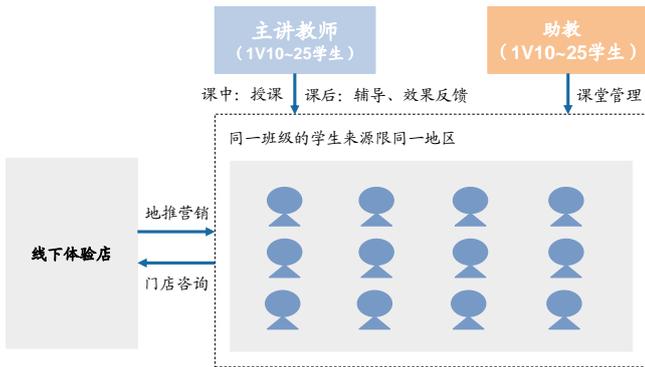
课堂互动以及课后辅导角度：从主讲教师与学生上课时互动的充分性来看，一对一 > 小班 > 大班。从班级氛围来看，小班 > 一对一 > 大班，主要是小班模式可以引入学生之间适当的竞争，能够一定程度上激发学生的积极性。从与主讲教师建立的信任度以及依赖度水平来看，一对一 > 小班 > 大班，大班模式通常主讲教师与辅导教师分离，主讲教师职能无法贯穿从导学到授课到课后辅导到学习效果反馈全过程。辅导环节的效果来看，一对一 > 小班 > 大班。

课程安排角度：从课程时间安排的灵活性来看，一对一 > 小班 = 大班，小班与大班通常是机构排课，学生根据自己能上课的时间段选择相应的课程；一对一上课时间自由，学生通常能决定上课时间。

师资教研角度：从教研本地化的可能性来看，小班模式（尤其是类似东方优播这种设立线下体验店的机构）> 一对一 > 大班。从名师效应的重要性来看，大班 > 一对一 > 小班。

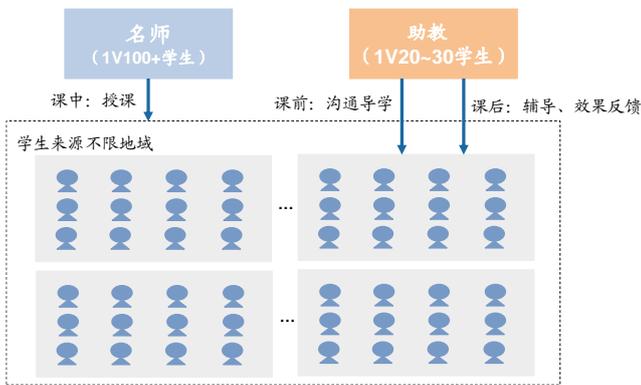
客单价角度：从客单价水平来看，一对一 > 小班 > 大班。

图 17: 小班课程形式——以东方优播为例



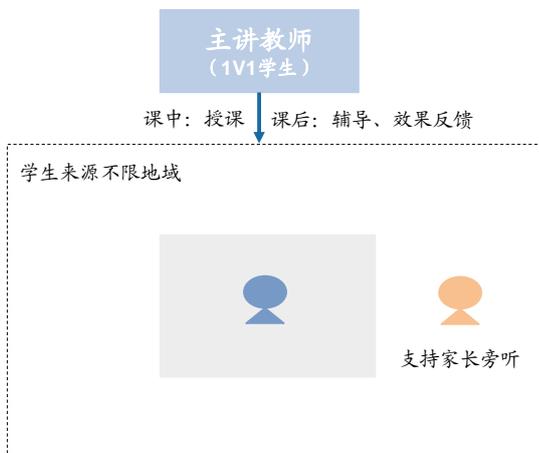
数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 19: 大班课程形式——以跟谁学为例



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 21: 一对一课程形式——以掌门一对一为例



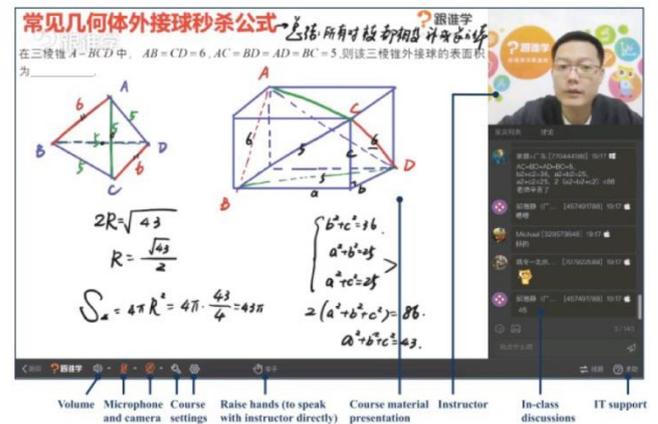
数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 18: 小班上课界面——以东方优播为例



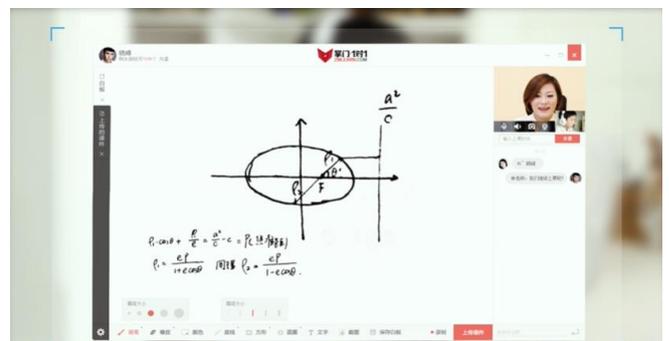
数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 20: 大班上课界面——以跟谁学为例



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 22: 大班上课界面——以掌门一对一为例



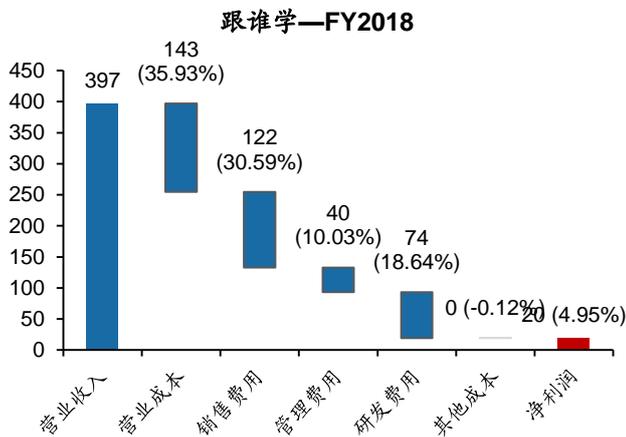
数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

（二）财务角度对比：从毛利率和销售费用率对比三模式

我们以瀑布图的形式来看各家已上市在线教育公司的营收、成本、费用以及盈利情况。直观来看各项成本以及费用对于不同模式公司盈利能力的影响。从最近的完整年度来看，仅跟谁学实现盈利，新东方在线2018财年整体盈利，进入2019财年因为K12在线业务的快速扩张，整体录得亏损。我们以跟谁学为基准，对比各家机构的情况。

跟谁学自身纵向对比来看，2019财年前三季度营收同比大幅增长，销售费用率提升明显，主要是今年暑期整体的营销花费在竞争因素之下提升明显。回到毛利率来看，毛利率相比2018财年有一定幅度的提升，主要是因为今年前三季度跟谁学教师产能利用率提升明显。根据公司招股说明书披露的信息，2018财年跟谁学有153名教师，但实际只有50名左右的教师开展教学活动，其余教师作为储备教师在2018年下半年接受培训。这也体现在在线教育机构为了未来持续的规模扩张，是需要提前储备教师。能够储备教师的前提则在于，有系统的教师招聘筛选流程以及完善的教师培训体系。

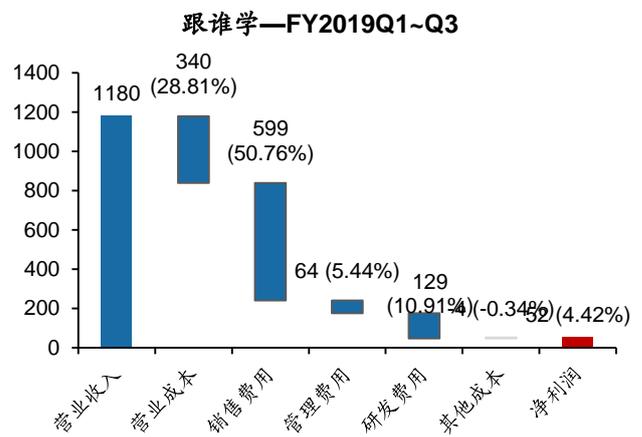
图 23：跟谁学 FY2018（百万人民币）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（注：“其他成本”若以桔黄色标注则表示对净利是正向影响，下同；若是深蓝色标注，则对净利是负向影响，下同）

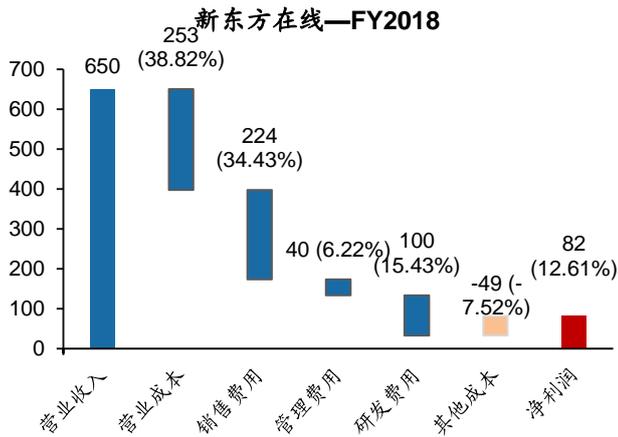
图 24：跟谁学 FY2019Q1~Q3（百万人民币）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

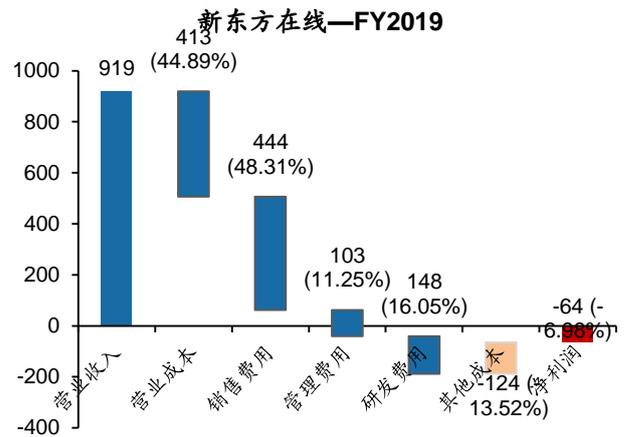
对比新东方在线与跟谁学。新东方在线毛利率相比跟谁学略高，并且2019财年相比2018财年整体毛利率水平有一定幅度的下滑。毛利率水平下滑主要来自K12业务的影响，一是K12大班业务；二是东方优播业务目前处于快速扩张期，一定比例的线下门店扩张。整体销售费用率相比2018财年明显提升，但相比其他在线教育机构来说明显要低。单独看K12业务，K12网校大班业务获客成本较高，单学生人次获客成本在183元；而东方优播还要更低，2019财年单学生人次获客成本仅16元。随着未来在广告投放方面新的尝试，新东方在线东方优播业务的获客成本或会有略微上升，但考虑东方优播模式相比纯线上教育，通过线下体验店开设了一个新的学生入口，相比同行其他模式仍会处于非常低的水平。

图 25: 新东方在线 FY2018 (百万人民币)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

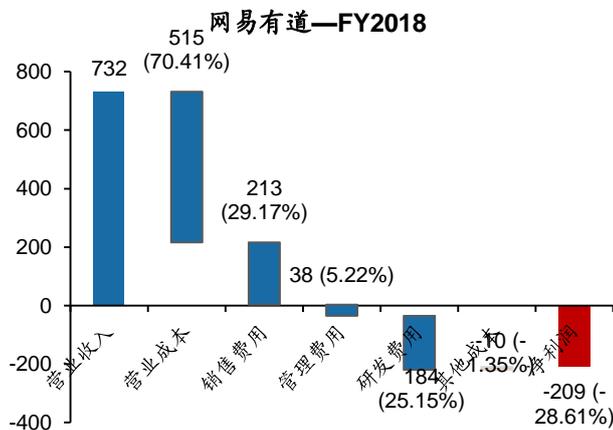
图 26: 新东方在线 FY2019 (百万人民币)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

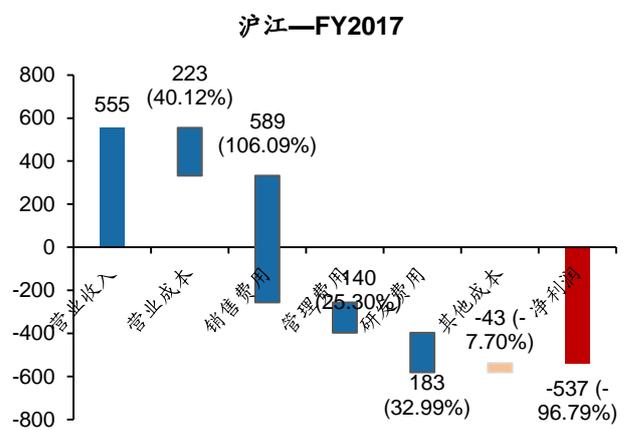
对比网易有道和沪江来看, 网易有道毛利水平是几家机构中最低的; 而沪江的销售费用率是几家机构中最高的, 主要是因为业务结构差异。沪江教育销售费用率一直维持高位, 主要是因为沪江成人教育占比高, 成人教育生命周期总价值要低于K12课外辅导, 一般没有续班率的说法, 每一个新的用户都需要重新的营销投入。而这也是为什么在在线教育领域, K12在线教育是我们认为最优赛道之一, K12课外辅导可以贯穿学生从幼升小到高三的全过程, LTV更高。关键就在于如何保障续班率, 实现学生体系内升学。

图 27: 网易有道 FY2018 (百万人民币)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 28: 沪江教育 FY2017 (百万人民币)



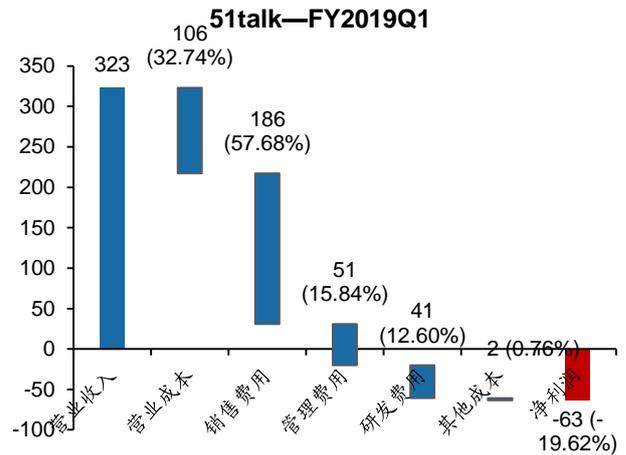
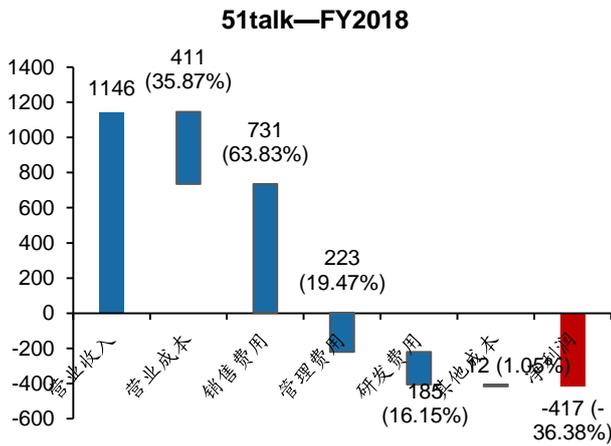
数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

对比51talk, 相比其他机构多学科运营, 从2018年3月开始51talk专注主营英语一对一在线培训。从51talk的成本费用结构可以看到, 整体毛利率水平与以K12在线大班为主业的跟谁学相当。具体业务拆解来看, 2018财年一对一课程的毛利率为67.2% (2017财年为64.8%, 2016财年为64.8%); 2018财年小班课程的毛利率为32.5%。但销售费用率方面, 相比跟谁学, 51talk销售费用率更高。其中一对一业务2018财年的销售费用率为62.0% (2017财年为74.2%, 2016财年为111.1%)。小班业务2018财年的销售费用率为83.3% (2017财年为300.5%)。我们认为一对一模式实际在教

师团队的搭建上灵活度更高，例如英语一对一，多采用兼职外教的模式；并且上课时间更加灵活，不需要像大班以及小班一样要根据教师资源进行排课，快速规模化扩张的能力甚至比大班模式还要更强（持续性另说）。相比其他两类模式，一对一模式更像是营销型公司，更重前端营销，前端营销的标准化输出能力更强，后端服务以及教学质量因为兼职教师比例高其实更难标准化。教学质量口碑传播效应较难形成，长期来看，降低销售费用率的难度相对更大。

图 29: 51talk FY2018 (百万人民币)

图 30: 51talk FY2019Q1 (百万人民币)



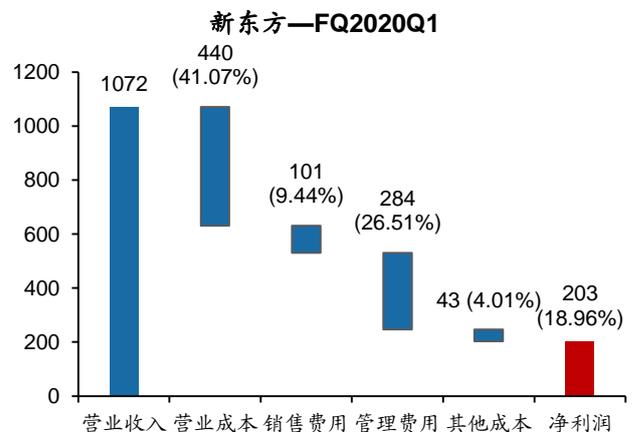
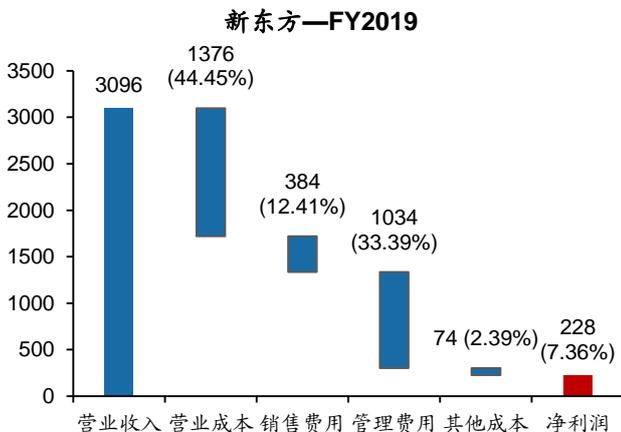
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

对比传统教培巨头。可以看到新东方以及好未来整体毛利率水平低于纯K12在线培训机构，主要差异来源于线下培训中心的租金成本。而销售费用率又远低于线上机构，在K12课外辅导赛道，我们认为销售费用率的差异并不是源于是线下运营还是线上运营，差异主要来自于发展阶段不同。在线教育目前还处于抢占空白市场流量红利，建立学生家长群体认知的阶段（品牌建设阶段），大规模广告投放抢占流量入口是关键。

图 31: 新东方集团 FY2019 (百万美元)

图 32: 新东方集团 FY2020Q1 (百万美元)

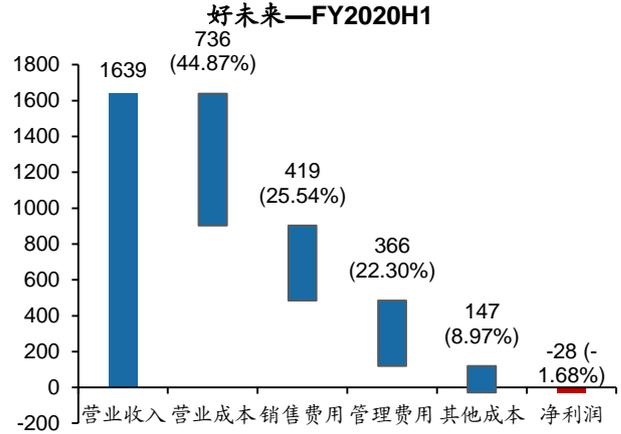
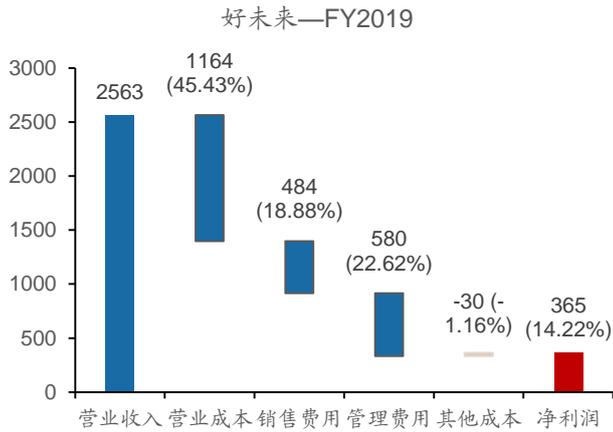


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 33: 好未来 FY2019 (百万美元)

图 34: 好未来 FY2020H1 (百万美元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

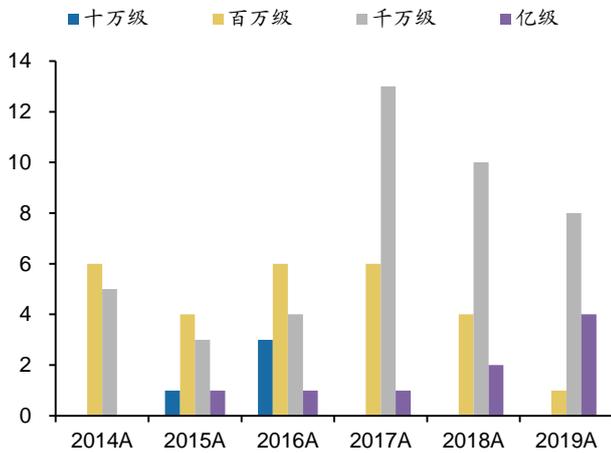
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

从成本费用项对应来看, 流量导入能力需要一定的销售费用作为支撑; 付费转化能力则需要一定的师资成本作为支撑。总结盈利机构的情况来看, 成本项目在30%~40%区间, 主要构成为师资成本。毛利率水平可以达到60%~70%的水平。销售费用控制在30%~40%以下, 整体才有可能实现盈利。

三、对比在线语言培训：K12 在线教育 LTV 更高

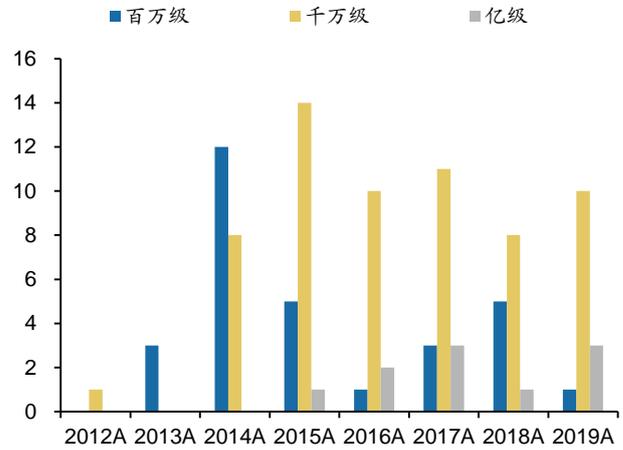
直观看一个行业的发展热度，就是看一级市场的融资热度以及机构广告投放的力度。我们判断K12在线教育行业在今年暑期爆发的直观证据就是今年暑期的营销大战，并且今年以来行业千万级以及亿级的投融资事件数量环比提升明显。而在线语言培训的爆点相对于K12在线教育行业要先2-3年，行业爆点在2016-2018年期间。从目前的发展来看，语言培训的线上化率远高于K12课外辅导的线上化率水平。在线语言培训的行业集中度相比K12在线教育也要高很多，根据中科院大数据报告，在一对一在线青少儿英语市场，行业龙头VIPKID已占据67.2%的市场份额。在线语言培训已经经历了从融资热到烧钱热的阶段，目前行业参与者已经开始分化，龙头开始思考如何盈利，无法继续规模化扩张的机构或者难以实现盈利的机构开始逐渐退出。在线语言培训行业的发展或能给K12在线教育行业发展以一定启示。

图 35: 在线语言学习投融资事件-按融资规模分(件)



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 36: K12 在线教育投融资事件-按融资规模分(件)



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

密集营销投放，率先抢占用户认知；低价体验课保障入口生源基数

从在线语言培训的发展可以看到，参与者多是通过一对一模式涌进行业，包括VIPKID、哒哒英语等机构，以及51talk在2018年也宣布开始专注一对一模式。VIPKID等机构确实也通过一对一模式迅速起量。从VIPKID的发展史可以看到，融资和广告投放是两个关键的点。根据IT桔子的数据，成立至今VIPKID已经历至少八轮融资，总融资金额超过十亿美金。大额融资款项在行业内各家机构抢占市场份额的时点为VIPKID储备了充足弹药。

表 3: VIPKID 投融资历程

时间	轮次	融资金额	股权占比	投后估值	投资方
2013/12/8	天使轮	¥ 300 万	20%	¥ 1500 万	创新工场
2014/10/12	A 轮	\$500 万	未透露	未透露	经纬中国、创新工场、红杉资本中国
2015/10/12	B 轮	\$2000 万	未透露	\$2.5 亿	北极光创投(领投)、经纬中国、创新工场、红杉资本中国
2016/4/13	B+轮	\$数百万	未透露	\$2.5 亿	真格基金

2016/8/3	C 轮	\$1 亿	未透露	\$8 亿	云锋基金 (领投)、红杉资本中国、襄禾资本、北极光创投、Bryant Stibel
2017/8/23	D 轮	\$2 亿	10%	\$20 亿	红杉资本中国 (领投)、腾讯、真格基金、经纬中国、云锋基金、ZTwo Capital
2018/6/21	D+轮	\$5 亿	14.28%	\$35 亿	Coatue Management (领投)、腾讯 (领投)、红杉资本中国 (领投)、云锋基金 (领投)
2019/10/8	E 轮	\$1.5 亿	3%	\$45 亿	腾讯、华兴资本 (财务顾问)

数据来源: IT 桔子, 广发证券发展研究中心

在资本助推之下, VIPKID密集投放了大量的品牌广告, 在在线少儿英语行业率先抢占用户认知, 建立了清晰的品牌定位——“纯北美外教, 一对一教学”。可以看到, VIPKID的营销内容主要有三个方面。一是大规模铺开式的广告投放, 包括明星代言、大篇幅的户外广告以及综艺冠名, 至今为止VIPKID冠名或植入就有包括《爸爸去哪儿》、《声入人心》、《中餐厅》等在内的大热综艺; 二是大规模的电话客服团队; 三是免费试听课, 免费试听课能够抢占入口, 为正价课学生人次提供基数保障。VIPKID能在在线少儿英语培训行业占据最主要的市场份额, 与率先大规模广告投放不无关系。而以上营销方式也正是目前K12在线教育机构通常采用的方式, 当前K12在线教育行业也正是抢占用户品牌认知的阶段, 一定的营销力度是必要的。

图 37: VIPKID 地铁广告



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 38: VIPKID 免费试听课



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

一对一快速起量, 重前端营销, 盈利水平还待验证

回到模式本身, 为什么在线语言培训多选择一对一模式。首先从在线语言培训机构的企业基因开始看起, 相比K12学科培训赛道, 在线语言培训机构很多是直接从事互联网教育开始做起的, 企业基因中“互联网”基因重于“教育”基因, 这就意味着流量占领的意识会更强, 同时内容研发的能力会相对较弱。在线语言培训通常采用的教学内容是海外原版教材, 通过一定的本地化处理以及学习阶段划分, 就可以形成标准化的教学产品。相比而言, K12学科培训对于教研要求会更高。一对一模式重前端营销, 轻后端教研, 是在线语言培训机构最好的进入方式。

图 39: 在线语言培训机构教研内容



数据来源：艾媒咨询，广发证券发展研究中心

但一对一模式的持续性运营目前来看仍离不开重营销前端。长期来看，这种重前端营销的模式盈利水平还待验证。根据腾讯科技的数据，VIPKID目前仍未实现盈利，当前运营利润率为-10%，净利率为-50%。首单成本中教师成本占50%，获客成本占比达45%，单亏损率约25%。一对一模式资本回报期会更长，当资本市场冷却之后，机构如何自我造血是关键。

用户生命周期价值决定赛道长期价值，K12学科培训或许长期更优

对比K12学科辅导赛道，语言培训是弱应试需求的，这也就意味着随着学生科目越多，这部分的补习时间被替代的可能性越大，用户粘性会很弱。在线语言培训适合做低龄培训，进入K12阶段，强应试需求的学科培训需求会更强劲并且持久。虽然用户LTV更高，但做K12在线教育会比在线英语培训更难。而能够充分享受K12赛道的高LTV，前提是高水平的续班率，续班率的支撑就是来自于教学质量。这又回到在线教育的本质，在线只是技术手段，教育才是行业本质。

四、投资建议

新东方在线作为当前K12在线教育行业龙头，依托“新东方在线”及“东方优播”同时运营大班及小班业务，我们认为公司将持续领跑K12在线教育行业。考虑近期对于部分大学及学前非核心业务的剥离，以及K12业务中东方优播城市扩张速度快于此先预期，我们调整对公司的盈利预测。

（一）盈利预测

1. 营收预测

- 大学教育：因为公司调整部分业务，我们下调对大学业务的营收增速预测。预计2020-2022财年大学教育业务营收增速分别为23%/22%/22%。
- K12教育：K12板块中，东方优播目前官网披露的体验店数已经达到141家，虽然部分显示门店升级中，但仍能体现东方优播城市扩张布局的速度快于预期。
- 学前教育：学前教育业务中多纳外教直播课将在2020年5月31日停止运营，学前教育板块专注多纳系列产品运营，预计学前教育板块营收将持续增长，毛利率有望在2021年以后转正。

表 4：新东方在线营收预测

项目 (百万元)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
大学教育	335.54	462.47	631.36	777.74	950.41	1161.68
YoY	41.97%	37.83%	36.52%	23.19%	22.20%	22.23%
—付费学生人次 (万)	82.90	115.80	129.30	148.82	171.92	199.30
YoY	54.09%	39.69%	11.66%	15.09%	15.52%	15.93%
—生均学费 (元)	404.75	399.37	488.29	522.62	552.84	582.87
YoY	-7.87%	-1.33%	22.27%	7.03%	5.78%	5.43%
—毛利率	66.80%	63.50%	65.65%	68.00%	69.00%	70.00%
K12 教育	42.95	88.07	159.21	296.90	631.85	1181.36
YoY	60.99%	105.03%	80.78%	86.48%	112.82%	86.97%
—付费学生人次 (万)	7.50	18.50	57.20	138.03	235.76	378.83
YoY	25.00%	146.67%	209.19%	141.30%	70.81%	60.69%
—生均学费 (元)	572.72	476.05	278.34	215.10	268.00	311.84
YoY	28.79%	-16.88%	-41.53%	-22.72%	24.59%	16.36%
—毛利率	59.00%	39.20%	9.96%	16.79%	22.57%	35.28%
学前教育	3.42	10.92	33.40	52.85	78.71	114.43
YoY	375.77%	219.67%	205.82%	58.27%	48.91%	45.38%
—付费学生人次 (万)	10.60	59.70	31.40	35.62	43.77	55.70
YoY	92.73%	463.21%	-47.40%	13.43%	22.89%	27.26%
—生均学费 (元)	32.23	18.29	106.35	148.40	179.81	205.42
YoY	146.86%	-43.24%	481.44%	39.53%	21.17%	14.24%
—毛利率	-17.92%	-25.01%	-0.90%	0.00%	10.00%	15.00%

机构客户	64.31	89.00	94.94	99.69	104.67	109.91
YoY	-8.73%	38.40%	6.68%	5.00%	5.00%	5.00%
—毛利率	85.30%	82.30%	80.46%	82.00%	82.00%	82.00%
合计营收	446.2	650.5	918.9	1,227.2	1,765.6	2,567.4
YoY	33.52%	45.77%	41.27%	33.55%	43.88%	45.41%
整体毛利率	68.00%	61.20%	55.11%	53.82%	50.52%	52.09%

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（二）估值情况

1. 相对估值

根据我们的盈利预测，新东方在线2020~2022财年预计实现营收12.27/17.64/25.79亿人民币，预计分别实现归母净利-0.47、-0.31、0.92亿元。2019/12/12收盘价对应PS分别为13.7/9.5/6.5X（按照1港币兑0.8998元人民币计算）。考虑在当前在线教育市场加速竞争的背景下公司加大规模扩张，并加大在内容研发以及营销上的投入，净利端会有短暂亏损。公司作为互联网教育公司，我们认为采用PS估值法进行估值比较合适。

新东方在线作为港股在线教育第一股，港股市场以及A股市场没有直接可比的纯在线在线教育公司，美股有尚德机构、达内科技、正保远程以及无忧英语四家在线教育机构。其中，尚德机构、达内科技以及正保远程主营在线职业教育，无忧英语主营在线语言培训。以2019年12月12日收盘价，尚德机构、达内科技、正保远程教育2020年PS分别为1.31X、0.13X、1.31X。对比这几家公司，新东方在线业务范围更广，提供从学前到K12再到大学以及职业教育，并且已经具备了盈利能力。考虑未来线上教育将持续渗透，参培率将不断提高，线上教育不再是线下培训的补充，我们认为可以进一步参考线下培训机构的估值水平。线下培训机构的可比公司我们选取新东方、好未来、中公教育等线下培训机构。以2019年12月12日收盘价，新东方、好未来、中公教育2020年PS分别为4.85X、7.77X、12.68X。

考虑新东方在线是目前少数具备盈利能力的纯在线教育机构，虽然2019财年受营销投入增大以及规模扩张的影响盈利能力有所下滑，但我们认为在当前在线教育竞争加剧的背景下新东方在线通过加大营销投入以获得更多市场份额的战略是正确的。同时东方优播有望在跑出盈利模式之后迎来快速增长。作为第一家登陆港股的在线教育机构，并且公司于19/9/9纳入港股通标的，流动性有一定保障，我们认为新东方在线应当享受一定估值溢价。同时考虑近期市场风险偏好变高，教育板块整体估值中枢上移，我们给予新东方在线2020财年15倍PS，对应合理价值为21.85港元/股。

表 5：新东方在线可比公司估值情况（市值统计截止2019.12.12收盘）

公司名称	公司代码	市值（人民币：亿元）		营收（人民币：百万元）			营收同比增速			PS估值水平		
		股价	股价单位	2019A	2020E	2021A	2019A	2020E	2021A	2019A	2020E	2021A
在线教育机构												

尚德机构	STG.N	30	2.48	美元	1,974	2,279	2,553	104%	15.4%	12.0%	1.51	1.31	1.17
达内科技	TEDU.O	3	0.91	美元	2,239	2,525	2,922	13.5%	12.8%	15.7%	0.15	0.13	0.12
正保远程教育	DL.N	19	8.05	美元	1,090	1,451	1,627	22.2%	33.1%	12.1%	1.74	1.31	1.17
无忧英语	COE.N	8	5.48	美元	1,146			35.1%			0.69		
培训机构													
新东方	EDU.N	1,352	121.7	美元	21,031	27,896	34,935	31.6%	32.6%	25.2%	6.43	4.85	3.87
好未来	TAL.N	1,889	45.34	美元	17,130	24,307	32,689	49.7%	41.9%	34.5%	11.02	7.77	5.78
中公教育	002607.SZ	1,143	18.54	人民币	6,237	9,020	12,002	54.7%	44.6%	33.1%	18.33	12.68	9.53
新东方在线	01797.HK	168	19.90	港币	918.91	1,227	1,764	41.3%	33.5%	43.7%	18.25	13.66	9.51

数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

(注: 新东方在线盈利预测来自广发证券发展研究中心, 尚德机构、达内科技、正保远程教育、无忧英语、中公教育表中 2019A 列数据表示 2018 财年数据, 相应的之后预测年份往前倒推一年)

2. 绝对估值

我们采用两阶段的 DCF 估值模型, 2020 年至 2029 年的第一阶段和其后的永续增长阶段。通过 Wind beta 计算器计算 beta 值为 1.10, 采用 2019 年 12 月 11 日的十年期国债收益率 3.214% 作为无风险利率, 取风险溢价 8%, 计算得到公司股票的贴现率为 12.01%; 假设公司未来的债务比例为 30%, 计算得出公司的 WACC 为 8.93%。对于公司第二阶段的发展, 我们假设 2029 年后公司永续期的增长率为 2%, 采用 FCFF 计算得到公司当前的合理 EV 应该为 216.90 亿港元, 对应合理价值为 23.17 港元/股。

表 6: 2020-2029 年公司 FCFF 预测 (单位: 百万元)

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
FCFF	168	295	583	1,269	1,795	2,594	3,406	4,227	5,269	6,344
PV of FCFF	162	262	474	947	1,230	1,632	1,967	2,241	2,564	2,834

数据来源: 广发证券发展研究中心

我们对公司的 WACC 和永续增长率进行敏感性分析。假设 WACC 的范围为 6.93%~10.93%, 我们选取其中 WACC 8%~10% 和永续增长率从 1%~3% 的范围区间, 计算得到公司每股的合理价值区间约为 21.58~24.90 港元/股。综合考虑绝对估值以及相对估值, 新东方在线合理价值为 22.51 港元/股, 维持“买入”评级。

表 7: 公司每股价值对 WACC 和永续增长率的敏感性分析 (单位: 港元/股)

每股价值	永续增长率	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	5.00%
WACC	6.93%	26.80	26.08	25.44	24.87	23.89
	7.93%	25.61	24.90	24.26	23.69	22.71
	8.93%	24.52	23.80	23.17	22.59	21.61
	9.93%	23.51	22.79	22.15	21.58	20.60
	10.93%	22.57	21.85	21.21	20.64	19.66

数据来源: 广发证券发展研究中心

风险提示

- (1) 在线教育行业监管加严：在线教育监管有向线下趋同的趋势，预计未来规范政策将会推进落地；
- (2) K12在线教育竞争进一步加剧：随着各大线下机构以及互联网公司进军线上教育，线上教育行业竞争愈发激烈；
- (3) VIE架构的政策风险。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1200	2975	3235	3646	4363
货币资金	709	2498	2695	3023	3622
应收及预付	0	353	353	353	353
存货	110	124	187	270	388
其他流动资产	380	0	0	0	0
非流动资产	221	294	301	307	312
长期股权投资	67	84	84	84	84
固定资产	21	30	37	43	48
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	133	180	180	180	180
其他长期资产	1421	3269	3537	3953	4675
资产总计	531	682	998	1445	2055
流动负债	0	0	0	0	0
短期借款	29	42	85	131	169
应付及预收	9	11	13	19	30
其他流动负债	493	629	900	1295	1856
非流动负债	11	17	17	17	17
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	11	17	17	17	17
负债合计	542	698	1015	1461	2071
股本	0.07	0.12	0.12	0.12	0.12
资本公积	295	2601	2554	2525	2634
留存收益	590	0	0	0	0
归属母公司股东权益	295	2602	2554	2525	2634
少数股东权益	-7	-31	-32	-33	-31
负债和股东权益	1421	3269	3537	3953	4675

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	149	-25	200	331	602
净利润	91	-40	-48	-30	112
折旧摊销	6	9	7	9	10
营运资金变动	140	135	253	364	492
其它	-88	-129	-12	-12	-12
投资活动现金流	509	16	-3	-3	-3
资本支出	-19	-21	-5	-5	-5
投资变动	482	37	2	2	2
其他	46	0	0	0	0
筹资活动现金流	6	1702	0	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	6	1702	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
现金净增加额	667	1,788	197	328	599
期初现金余额	42	709	2,498	2,695	3,023
期末现金余额	709	2,498	2,695	3,023	3,622

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	46%	41.3%	34%	44%	45%
营业利润增长	-49%	-670%	-48%	-18%	-196%
归母净利润增长	-3%	-144%	-19%	37%	471%
获利能力					
毛利率	61.2%	55.1%	53.8%	50.5%	52.1%
净利率	14.0%	-4.3%	-3.9%	-1.7%	4.3%
ROE	10.4%	-1.5%	-1.9%	-1.2%	4.2%
偿债能力					
资产负债率	38.2%	21.4%	28.7%	37.0%	44.3%
流动比率	2.3	4.4	3.2	2.5	2.1
速动比率	2.3	4.4	3.2	2.5	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.28	0.35	0.45	0.55
应收账款周转率	7.36	7.84	7.87	7.72	7.81
每股指标 (元)					
每股收益	0.10	-0.04	-0.05	-0.03	0.12
每股经营现金流	0.16	-0.03	0.21	0.35	0.64
每股净资产	0.94	2.74	2.69	2.66	2.78
估值比率					
P/E	-	-	-	-	152.7
P/B	-	5.1	4.7	4.2	3.6
P/S	-	18.2	13.7	9.5	6.5
EV/EBITDA	-	-	-	-	109.1

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	650	919	1227	1766	2567
销售成本	253	413	567	874	1230
毛利	398	506	660	892	1337
其他收入净额	0	1	0	0	0
销售费用	224	444	507	646	836
管理费用	40	103	80	115	167
研发费用	100	148	172	212	257
其他费用	0	1	0	0	0
财务费用	-45	-6	-31	-34	-40
权益性投资损益	2	3	2	2	2
其他非经营性损益	13	105	10	10	10
除税前利润	93	-75	-55	-35	129
所得税	11	-11	-7	-5	17
净利润	82	-64	-48	-30	112
归属于母公司净利	91	-40	-47	-30	110
少数股东净利	-9	-24	-1	-1	2
EBITDA	99	-66	-48	-26	139
EPS (元)	0.10	-0.04	-0.05	-0.03	0.12

广发传媒行业研究小组

旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
 朱可夫：资深分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
 徐呈隽：高级分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
 叶敏婷：联系人，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
 吴桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
 广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
 广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
 本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。
 本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。
 研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。