

投资评级 优于大市 首次覆盖

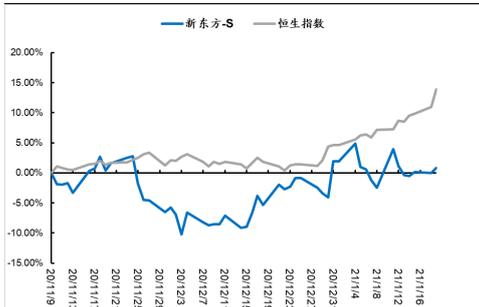
裂变增长，进击中的教培巨头

股票数据

01月20日收盘价(港元)	1364
52周股价波动(港元)	1219-1445
总股本/流通A股(百万股)	170.17
总市值/流通市值(百万港元)	232106

相关研究

市场表现



恒生指数对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-8.50	-2.42	0.88
相对涨幅(%)	-10.37	-9.57	-13.06

资料来源：海通证券研究所

投资要点：

业务布局最全面的教育培训机构。公司成立于1993年，业务由出国留学考试逐步扩展到K12、国内外备考、成人语言培训、中小学教育、在线教育等。2020FY收入35.79亿美元(+15.6%)，1Q21FY收入9.86亿美元(-8.0%)。2013-2020FY GAAP 归母净利、Non-GAAP 归母净利 CAGR 各17.18%、16.77%。2020FY 注册学生5540万人(+23.66%)。截至1Q21FY 学校112个(+17.89%)、学习中心1472个(+16.73%)。

竞争力。①**稳速提价+周期性扩张：**2017-2020FY，新东方三类重要业务均保持提价策略，伴随着课程报名人数稳定增长，量价齐升带动集团收入增长。新东方的扩张呈现出周期性，逐步下沉二三线城市。②**K12课后辅导：**K12业务主要由中学全科教育（前优能中学）和小学全科教育（前泡泡少儿）构成，为集团生源和收入重要支撑。2020FY K12 报名人数974万，2008-2020FY CAGR 达37.1%，占全部入学人数比例由17%增至92%。K12 课后辅导收入在2017-2019FY 分别为9.9/14.6/18.8亿美元，同比增43.7%/47.7%/28.5%，分别占集团总收入55%/59%/61%。③**留学综合业务：**报名人数自1Q19 连续增长，单季增长率在3.0%~14%，受疫情影响4Q20 首次下滑（下滑52%），1Q21 下滑51%。我们判断抗风险能力较低的中小游学机构在2020年逐步出清，疫情后公司有望充分受益于行业集中度提升。④**在线教育：**科技赋能，拓宽边界。K12教育为主要增长动力。新东方在线2020FY收入10.81亿人民币(+17.6%)，其中大学/K12/学前教育各59.4%/27.3%/2.8%，同比各增1.6%/85.4%/-10.2%。

财务分析。①**毛利率：**2016-2019FY 毛利率逐年下降，2020FY 毛利率同比增0.05pct至55.60%。我们判断，公司通过OMO模式放大教师产能、降低获客成本，提升场地使用效率，毛利率仍有提升空间。②**净利率：**我们认为2018-2019财年净利率下滑与公司网店扩张速度较快有关。2020财年净利率为9.92%，同比增加2.56pct。随着OMO模式推进，公司管理效率有望提升，净利率仍有提升空间。③**回报率：**2020财年ROE由前一年的低值10.94%回升至16.23%。④**现金流：**近年来，新东方经营活动现金流净额行业领先，2015-2020FY 逐年增长，2020FY 达57亿元人民币。

盈利预测与投资建议。公司募集资金中约40%用于改善OMO系统，约30%用于地区扩张。通过线上线下相融合，利用互联网技术的优势，结合线下产品与场景，公司有望大幅提升效率与教学品质，产生更多的收入、利润、口碑。疫情影响下中小机构出清，公司市场份额有望加速提升。**预计2021-2023FY 归母净利各5.73、9.32、12.76亿美元。**①PE估值：给予2021财年70-80倍PE，对应合理价值区间235.7-269.3美元。②DCF估值方法：假设永续增长率为1.0%-1.5%，WACC为7.1%，测算合理价值区间253.8-271.9美元。综合两种结果给予公司235.7-271.9美元合理价值区间，对应1826.5港元-2107.5港元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示。教师流失的风险、管理不善的风险、竞争加剧的风险。

主要财务数据及预测

	2019FY	2020FY	2021FYe	2022FYe	2023FYe
营业收入(百万美元)	3,096	3,579	4,130	5,800	7,322
(+/-) YoY (%)	26.5%	15.6%	15.4%	40.4%	26.2%
净利润(百万美元)	238	413	573	932	1,276
(+/-) YoY (%)	-19.6%	73.6%	38.6%	62.7%	36.9%
全面摊薄EPS(元)	1.40	2.43	3.37	5.48	7.50
毛利率(%)	55.6%	55.6%	56.9%	60.0%	60.5%
净资产收益率(%)	10.1%	15.1%	16.9%	21.7%	22.9%

资料来源：公司年报(2019-2020)，海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润 请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

分析师：汪立亭

Tel:(021)23219399

Email:wanglt@htsec.com

证书:S0850511040005

分析师：许樱之

Tel:(755)82900465

Email:xyz11630@htsec.com

证书:S0850517050001

联系人：毛弘毅

Tel:(021)23219583

Email:mhy13205@htsec.com

目录

1. 新东方：业务布局最全面的教育培训机构	6
1.1 发展历程：开拓、裂变、进化	6
1.2 股权结构：股权相对集中，实控人持股 12.4%	7
1.3 业务：教培龙头，2013-2020 财年收入 CAGR 近 21%	8
2. 竞争力：一流教学品质，打造一流品牌形象	10
2.1 渠道：有序扩张，掘金下沉市场	10
2.2 K12 课后辅导：后来居上的教培旗舰	12
2.3 留学综合业务：稳步发展的行业引领者	16
2.4 在线教育：技术场景全赋能，提升品质与效率	18
3. 财务分析：毛利率回升，现金流行业领先	22
3.1 毛利率：55%到 59%区间，2020 财年有所回升	22
3.2 净利率 2018-2019 财年下滑，2020 年有所提高	24
3.3 回报率：ROE 及 ROIC 总体趋势向下，2020 财年均有回升	26
3.4 现金流：经营活动现金流行业领先，投资活动活跃	27
4. 盈利预测：预计 2021-2023 财年归母净利各 5.73、9.32、12.76 亿美元	28
5. 风险提示	31

图目录

图 1 公司发展历程（上市前）	6
图 2 公司业务布局.....	7
图 3 公司营业收入及增速（2013 财年-2020 财年）	8
图 4 公司 GAAP 营业利润及 Non-GAAP 营业利润（2013 财年-2020 财年）	9
图 5 公司 GAAP 归母净利及 Non-GAAP 归母净利（2013 财年-2020 财年）	9
图 6 公司注册学生人数（2013 财年-2020 财年）	10
图 7 公司学校及学习中心数量（2013 财年-2020 财年）	10
图 8 公司营业收入构成（2013 财年-2020 财年）	10
图 9 新东方各产品 ASP 增速.....	11
图 10 新东方学校及新东方学习中心数量	11
图 11 新东方覆盖城市数量（个）	11
图 12 新东方学校数量及增速图（按一线、二线等城市划分）	12
图 13 新东方学习中心数量及增速图（按一线、二线等城市划分）	12
图 14 出国留学人数变化情况.....	13
图 15 新东方 K12 课后辅导业务报名人数	13
图 16 新东方 K12 业务报名人数占比（%）	13
图 17 新东方 K12 课后辅导业务营业收入情况.....	14
图 18 新东方 K12 课后辅导业务营业收入占比（%）	14
图 19 新东方中学全科教育学科覆盖示意图	14
图 20 新东方中学全科教育 1Q19-1Q21 营业收入增速.....	15
图 21 新东方中学全科教育学科覆盖示意图	15
图 22 新东方小学全科教育自主研发教材	16
图 23 新东方小学全科教育 1Q19-1Q21 营业收入增速.....	16
图 24 新东方小学全科教育报名人数	16
图 25 新东方小学全科教育自主研发教材	17
图 26 留学产品丰富.....	17
图 27 前途出国官网.....	17
图 28 新东方国际游学官方合作伙伴	18
图 29 疫情下留学业务收入增速出现明显下滑	18
图 30 新东方留学考试报名人数逐渐下降	18

图 31 新东方在线 toC 业务示意图.....	19
图 32 新东方在线营业收入拆分（百万人民币）及 yoy	20
图 33 新东方在线营业收入占比（%）	20
图 34 新东方在线付费学生人数变化（千人）	20
图 35 新东方在线报名占比（%）	20
图 36 新东方在线双师大班模式示意图.....	21
图 37 东方优播单师小班模式示意图	21
图 38 OMO 教育生态系统	22
图 39 新东方留学考试 OMO 产品线上学习平台	22
图 38 新东方及好未来单店营业收入情况	24
图 39 新东方及好未来门店数量	24
图 40 新东方及好未来单店（含学习及服务中心）净利情况.....	25
图 41 新东方净利率、管理/销售费用率及学习中心增速（%）	25
图 42 培训机构销售费用率（%）	26
图 43 培训机构管理费用率（%）	26
图 44 新东方销售费用率变化（%）	26

表目录

表 1 公司发展历程 (上市后)	6
表 2 公司主要股东及其持股比例	8
表 3 认购交割前后前后股权比例	19
表 4 新东方在线与新东方集团的互补性发展	19
表 5 新东方在线与东方优播的双线模式	21
表 6 部分教培行业毛利率情况 (%)	23
表 7 好未来、新东方人效及生师比	23
表 8 四季教育、精锐教育人效及生师比	24
表 9 部分教培行业上市公司净利率情况 (%)	25
表 10 部分教培行业上市公司利效情况	25
表 11 教培行业 ROE 趋势 (%)	26
表 12 教培行业 ROIC 趋势 (%)	27
表 13 ROE 拆分 (%)	27
表 14 经营活动现金流净额 (亿元)	28
表 15 新东方现金流 (亿元)	28
表 16 新东方近三年投资情况 (百万美元)	28
表 17 新东方收入预测拆分表 (百万元人民币)	29
表 18 新东方损益表预测 (百万美元)	29
表 19 现金流折现模型	30
表 20 DCF 企业股票价值对永续增长率与 WACC 的敏感度分析 (百万美元)	31
表 21 DCF 企业股票每股价格对永续增长率与 WACC 的敏感度分析 (港元)	31
表 22 可比公司估值表 (倍, 更新至 20210118)	31

1. 新东方：业务布局最全面的教育培训机构

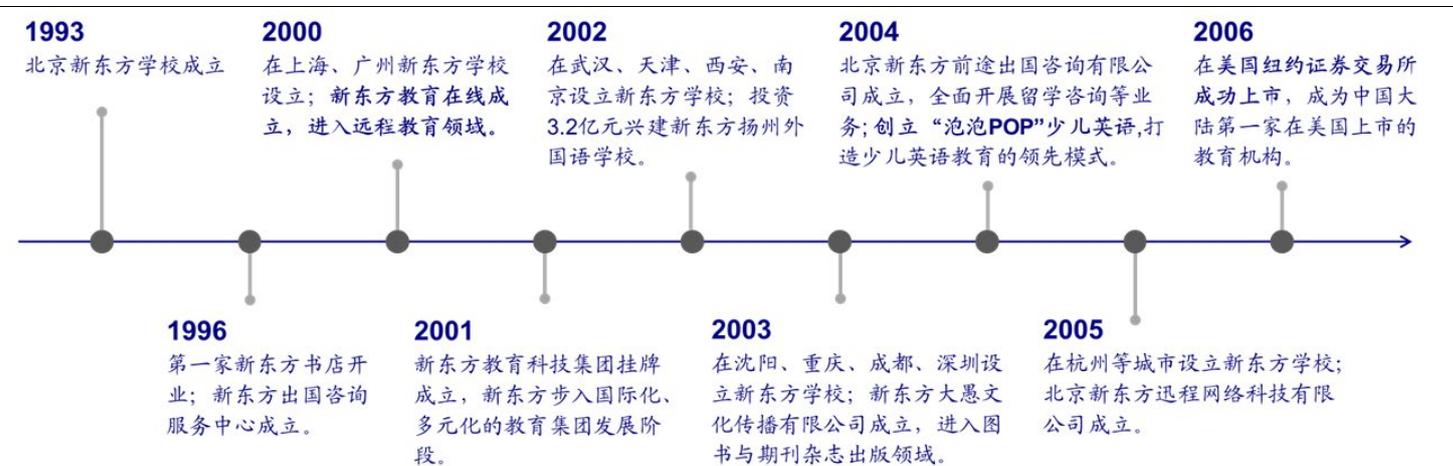
1.1 发展历程：开拓、裂变、进化

从 0 到 1——开拓：1993 年，北大毕业留校任教的俞敏洪，意外发现留学培训市场的商机，辞职创办北京新东方学校。从无到有，创办了北京新东方学校。

上海、广州分校一炮打响：2000 年，新东方在上海及广州设立分校。俞敏洪在《我曾走在崩溃的边缘》中写道：“上海分校在招生第一天，很多队伍就排出 1 公里远，广州分校报名队伍也排出去差不多半公里。”我们认为，上海及广州分校的成功反映了学生们对新东方口碑的认可，为公司后续全国扩张奠定基础。

2006 年，公司在美国纽约证券交易所上市，成为中国大陆首家在美国上市的教育机构。2017 年 4 月，市值突破 100 亿美元，成为中国第一家市值过百亿美元的教育品牌。

图1 公司发展历程（上市前）



资料来源：公司官网，海通证券研究所

从 1 到 N——裂变：2007 年，新东方决定开展 K12 的全科培训业务。2016 年，成立北京东方优播网络科技有限公司，利用互联网技术，以虚拟课堂的形式，拓展新东方 K12 业务。

2000 年，新东方在线成立，进入远程教育领域。2019 年，公司旗下新东方在线在香港证券交易所成功上市，成为港股在线教育第一股。新东方正式开启双资本平台战略。

表 1 公司发展历程（上市后）

年份	重要事件
2007 年	新东方学前教育拓展中心成立；新东方国际高中项目部成立；与美国教育考试服务中心签署战略合作协议。
2008 年	新东方家庭教育研究与指导中心成立。
2009 年	新东方优能中学教育全国推广管理中心成立。
2010 年	优能教学管理系统 UMS 全面上线，正式进军个性化教育领域。
2011 年	新东方网正式上线 ；迈格森国际教育成立，正式进军中国 4-17 岁青少年高端教育培训市场。
2012 年	北京沃凯德国际旅行成立，专注海外游学业务。
2013 年	新东方教育行业研究院成立。
2014 年	新东方素质教育研究与发展中心成立；开放式在线教育直播网站酷学网正式上线。
2015 年	成立北京新东方百学汇教育咨询有限公司，布局素质教育领域；新东方二、三线城市拓展事业部成立。
2016 年	成为中国首家年收入破百亿元的教育培训机构 ；探索双师模式，在泰安、沧州设立双师学校； 东方优播成立 ，利用互联网技术拓展 K12 业务；新东方欧亚教育成立，提供欧亚各国语言培训加留学申请的一站式服务。
2017 年	成为中国首家市值超百亿美元的教育品牌 ；北京双师东方教育科技有限公司成立，借助双师模式开拓业务；北京比邻东方教育科技有限公司成立，专注拓展新东方外教口语项目；发布青少外教直播品牌“blingabc”；与科大讯飞共同投资成立东方讯飞教育科技有限公司，发布首个智能学习产品 RealSkill。

2018年	作为基石投资人携手多家金融机构成立新东方教育文化产业基金，专注教育产业及泛教育文化领域股权投资；成立新东方人工智能研究院，探索人工智能在教育领域的发展方向及应用。
2019年	新东方在线在港交所成功上市 ，成为港股在线教育第一股，正式开启双资本平台战略。
2020年	自主研发的“新东方云教室”在疫情期间得到全面推广，承载100多万学员在线学习 ；成立互联网产品技术中心；成立新东方大学事业部，推出新东方大学生学习与发展中心教育品牌。

资料来源：公司官网，海通证券研究所

基业长青——进化：通过近30年的发展，公司目前业务包括K-12课外辅导、海外及国内备考、成人语言培训、学前及中小学教育、教材及分销、在线教育及其他服务。公司旗下教育品牌包括新东方中小学全科教育、新东方中小学国际教育、新东方留学考试、新东方大学生学习与发展中心、新东方在线、新东方前途出国、新东方国际游学、新东方满天星、新东方大愚文化、新东方国际双语学校等。

根据新东方聆讯后资料集援引弗若斯特沙利文资料，按所提供的服务及产品，新东方已成为中国最全面的民办教育服务提供商。截止至2020财年，按总计净营业收入、学校及学习中心网络计算，公司是中国最大的民办教育服务提供商。

截至2020年5月31日，新东方已在全国91个城市设立了104所学校、12家书店以及1465家学习中心，拥有超过41400名教师，累计面授学员超5540万人次。

2020年初，新东方教育科技集团创始人、董事长俞敏洪分享了《新东方发展过程中的关键点决策》，指出**公司的发展核心为教学与科技**。教学，即新东方的一切都要以教学质量和老师为核心来定，摒弃市场营销为主的策略；科技，即凭借科技产业系统，以及线上课堂，智能学习产品等互联网技术，人工智能技术，辅助教学质量提升和目标客户渗透。

我们认为，新东方融合传统教育与先到教育，在变与不变中坚守教育者的初心。互联网时代，新东方也在不断运用技术探索对教育边界的突破和对教育体验的改善，进化式创新从过去到现在和未来，从未止步，正在前行。

图2 公司业务布局



资料来源：公司上市聆讯后资料集及公司官网，海通证券研究所

1.2 股权结构：股权相对集中，实控人持股 12.4%

管理层持股：根据2020财年年报披露，管理层持股总计持股比例为12.9%。其中：集团创始人、董事长俞敏洪持有12.4%的股份；其余六位公司管理层（周成刚，杨志辉，Louis T. Hsieh，李彦宏，李廷斌，杨壮）持股比例小于1%。

主要股东: 截止 2020 年 5 月 31 日, 集团主要机构股东为 TigerstepDevelopmentsLimited, 持股 12.4%。

表 2 公司主要股东及其持股比例

公司管理层	职务	持股比例 (%)
俞敏洪	新东方教育科技集团创始人、董事长	12.4
周成刚	新东方教育科技集团 CEO, 新东方前途出国咨询有限公司总裁	*
杨志辉	新东方教育科技集团首席财务官	*
Louis T. Hsieh	新东方教育科技集团董事	*
李彦宏	新东方教育科技集团独立董事	*
李廷斌	新东方教育科技集团独立董事	*
杨壮	新东方教育科技集团独立董事	*
管理层持股总计		12.9
主要股东		持股比例 (%)
TigerstepDevelopmentsLimited		12.4

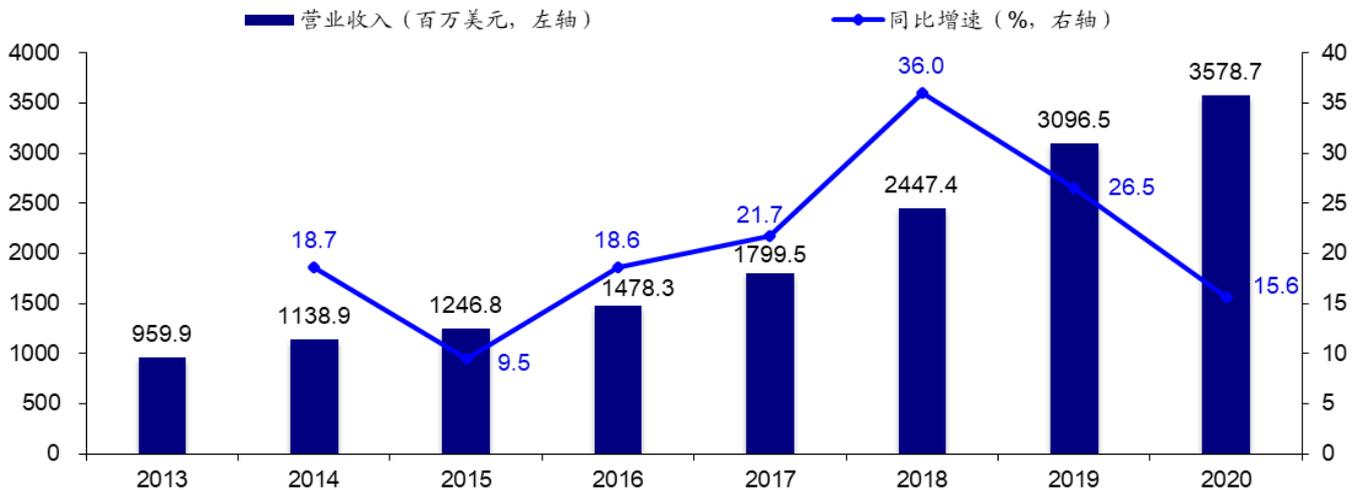
资料来源: 天眼查, 公司 2020 年报, 海通证券研究所

备注: *为由于持股比例<1%, 年报中未对该对象具体持股比例进行披露。

1.3 业务: 教培龙头, 2013-2020 财年收入 CAGR 近 21%

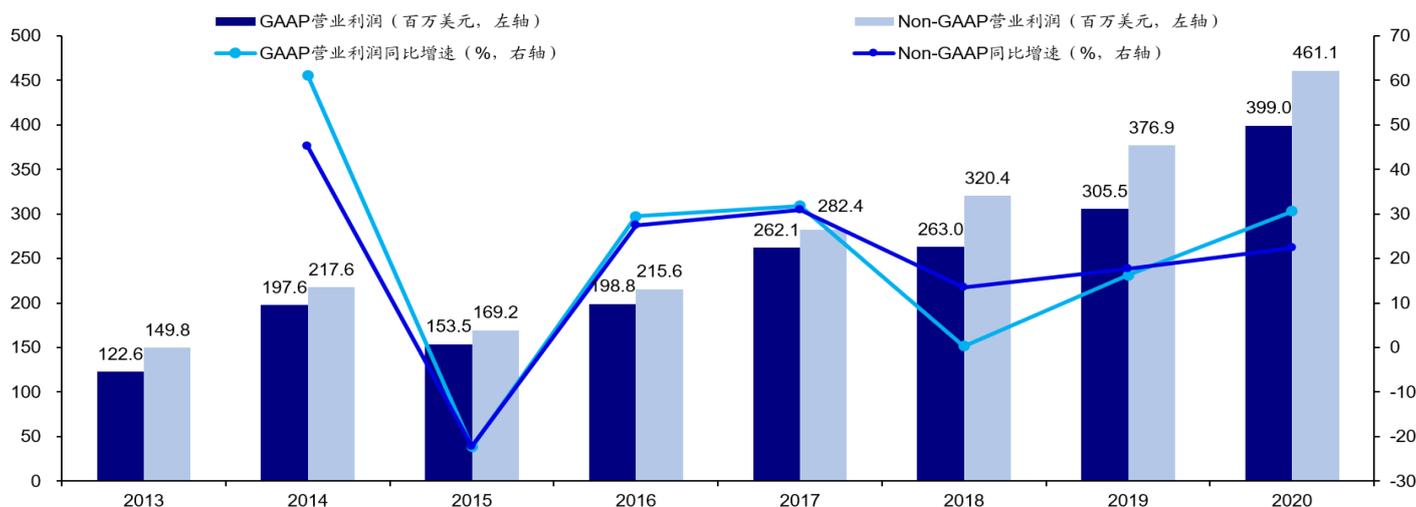
收入增长趋稳, 龙头效应显著。2020 财年公司收入 35.79 亿美元, 同比增长 15.6%。2013-2020 财年, 新东方集团收入由 9.6 亿美元增至 35.79 亿美元, 累计增长 272.84%, 期间 CAGR 达 20.68%。2021 财年第一季度公司收入 9.86 亿美元, 同比下降 8.0%, 恢复程度超公司此前预期。根据新东方 1Q21 业绩公告, 收入下降主因疫情影响所致: ①夏秋季报名学生人数减少; ②暑假缩短了 1-2 周; ③部分城市(如北京)的线下教学仍然没有完全恢复。

图 3 公司营业收入及增速 (2013 财年-2020 财年)



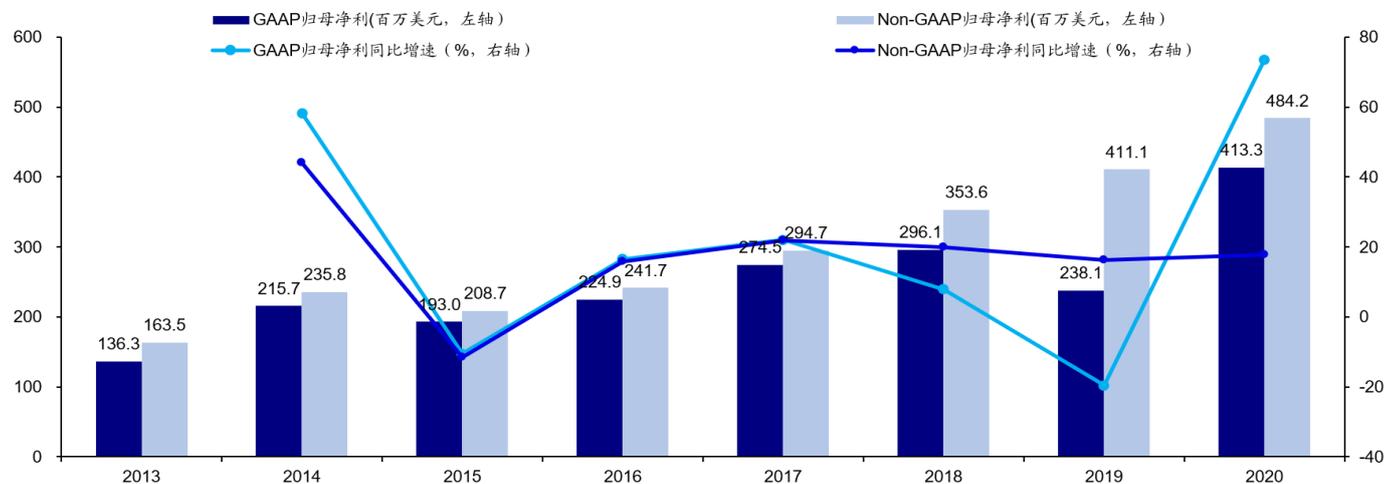
资料来源: 公司各期财报, 海通证券研究所, 备注: 公司财年为上一年 6 月 1 日至本年 5 月 31 日, 如 2020 财年为 2019 年 6 月 1 日-2020 年 5 月 31 日。

营业利润: 公司 2020 财年 GAAP 营业利润 3.99 亿美元, 同比增长 30.6%; Non-GAAP 营业利润 4.61 亿美元, 同比增长 22.3%。2013-2020 财年, 公司 GAAP 营业利润和 Non-GAAP 营业利润 CAGR 分别为 18.37% 和 17.42%。2021 年一季度公司营业利润为 1.50 亿美元, 同比下降 38.9%; Non-GAAP 营业利润为 1.66 亿美元, 同比下降 35.4%。我们判断营业利润下滑主要源于在线教育获客成本上升。

图4 公司 GAAP 营业利润及 Non-GAAP 营业利润 (2013 财年-2020 财年)


资料来源: 公司各期财报, 海通证券研究所, 备注: 公司财年为上一年 6 月 1 日至本年 5 月 31 日, 如 2020 财年为 2019 年 6 月 1 日-2020 年 5 月 31 日。

在线教育迎发展机遇, 驱动 2020 财年整体盈利表现。公司 GAAP 归母净利和非 GAAP 归母净利 2013-2020 年 CAGR 分别为 17.18% 和 16.77%。公司 2020 财年 GAAP 归母净利 4.13 亿美元, 同比增长 73.62%; Non-GAAP 归母净利 4.84 亿美元, 同比增长 17.78%。2020 财年新东方在线 K-12 教育模块收入达 2.95 亿元, 同比增长 85.4%, 付费学生人次达 185.6 万, 同比增长 224.5%。

图5 公司 GAAP 归母净利及 Non-GAAP 归母净利 (2013 财年-2020 财年)


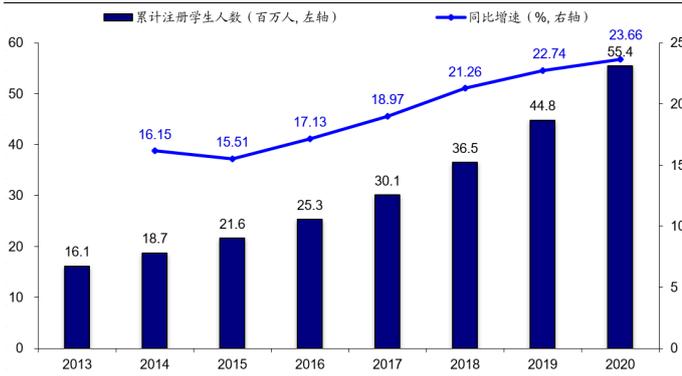
资料来源: 公司各期财报, 海通证券研究所, 备注: 公司财年为上一年 6 月 1 日至本年 5 月 31 日, 如 2020 财年为 2019 年 6 月 1 日-2020 年 5 月 31 日。

学生人数、学校及学习中心数量: 学生人数: 2020 财年新东方学生注册人数为 55.4 百万人, 同比增长 23.66%。2013-2020 财年, 公司学生注册人数从 16.1 百万人上升到 55.4 百万人, CAGR 达 19.31%。注册人数是指学生注册和支付的累计课程总数, 包括同一学生注册和支付的多门课程, 涵盖 K12 课外辅导、考试备考及其他课程, 但不包括幼儿园和中小学注册的学生。**我们认为, 入学人数的增加一方面反映了课程的市场需求, 另一方面也侧面反映公司教学连贯性及教学品质。品牌沉淀叠加有效的营销推广, 助力公司持续提升用户粘性。**

学校及学习中心数量: 截至 2021 财年第一季度, 新东方学校数量为 112 个, 同比增长 17.89%; 学习中心数量为 1472 个, 同比增长 16.73%。2013-2020 财年新东方学校数量从 57 个增长到 104 个, CAGR 达 8.97%; 学习中心数量从 669 个增长到 1361

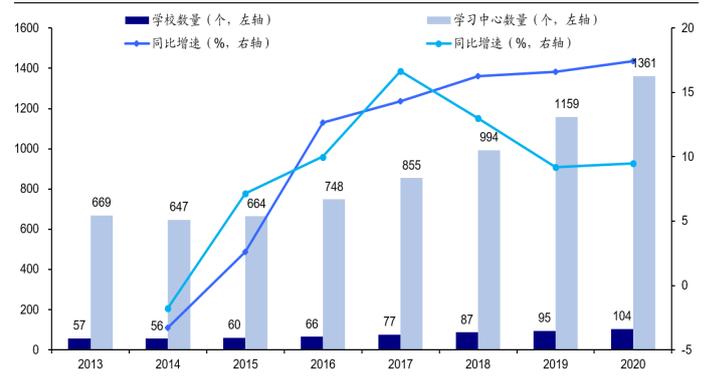
个，CAGR 达 10.68%。

图6 公司注册学生人数 (2013 财年-2020 财年)



资料来源：2013-2020 财年财报，海通证券研究所

图7 公司学校及学习中心数量 (2013 财年-2020 财年)



资料来源：2013-2020 财年财报，海通证券研究所

营业收入构成：教育服务仍为营业收入主要来源。2020 财年海外咨询服务收入占比下降，主要是由于海外考试取消、疫情期间出行限制的影响。集团的营业收入主要由①教育服务；②图书及其他服务两大部分构建而成。其中，教育服务占总营业收入比重最大，基本稳定在 90%。具体来看，教育服务包括 K12 课外辅导、考试备考、语培业务等课程；图书及其他服务包括图书出版、海外留学和游学的咨询服务等。截至 2020 财年，教育服务营业收入占总营业收入 90.3%，与 2019 财年相比，上升 0.3pct。

图8 公司营业收入构成 (2013 财年-2020 财年)

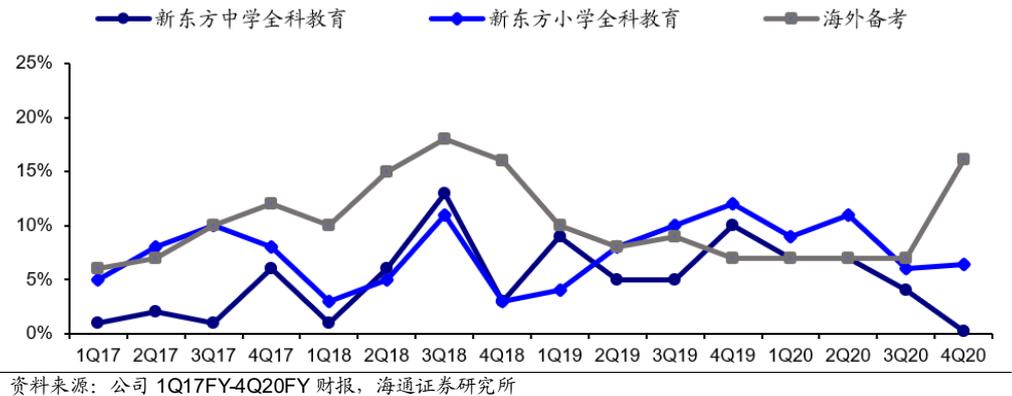


资料来源：2013-2020 财年财报，海通证券研究所

2. 竞争力：一流教学品质，打造一流品牌形象

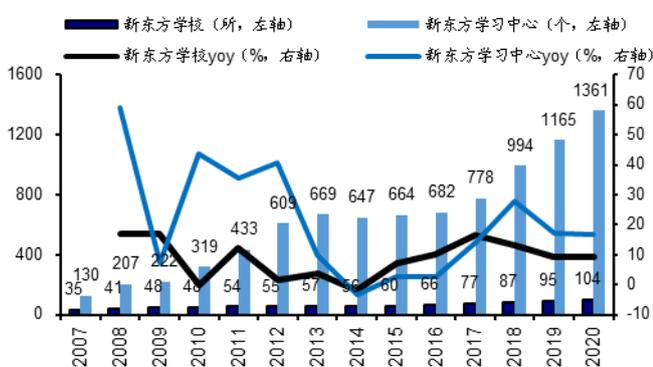
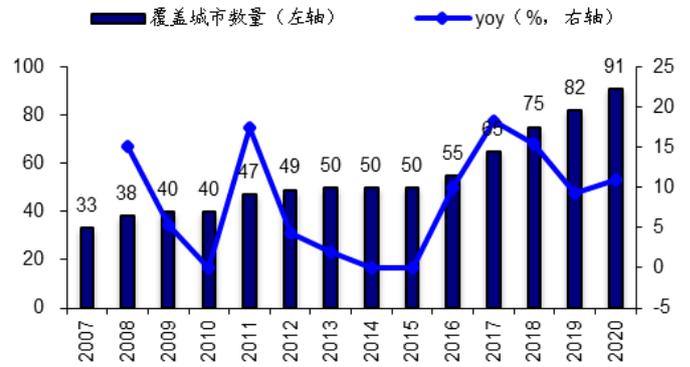
2.1 渠道：有序扩张，掘金下沉市场

(1) **产品定价稳步提升：**1Q20FY-4Q20FY，新东方中学全科教育 ASP 同比增长 7%/7%/4%/0%，提价速度放缓，新东方小学全科教育 ASP 同比增长 9%/11%/6%/6%，海外备考 ASP 同比增长 7%/7%/7%/16%，价格增速提升。2017-2020 财年，新东方三类重要业务均保持提价策略，伴随着课程报名人数稳定增长，量价齐升带动集团收入增长。整体来看，三类产品的价格增速较为稳定，未出现大幅波动，留学备考产品的价格增速高于 K12 课后辅导产品。

图9 新东方各产品 ASP 增速


(2) **周期性扩张**: 在外发报告《从新东方、好未来发展史, 看 K12 课外辅导培训扩张路径》中, 我们指出新东方的扩张呈现出周期性, 扩张速度较好未来更快, 在每次较大批量进入城市和扩张学校后均会出现一段过渡期。我们判断周期性扩张有利于深耕已有城市, 并为下一次扩张养精蓄锐。

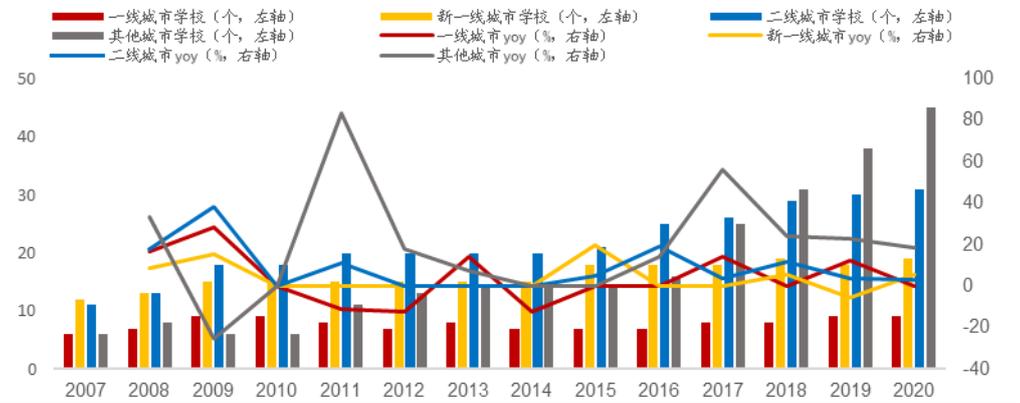
截止 2020 年 5 月 31 日, 新东方在全国 91 座城市开设 104 所新东方学校、1361 个新东方学习中心、12 家书店, 拥有约 41400 名教师及 131 家第三方渠道商。1Q21FY 新东方学校新增 8 所至 112 所, 新东方学习中心减少 1 个至 1360 个。根据新东方 2020 财年年报, 未来公司将依据多种因素新开学校及学习中心, 包括当地的人口统计、大学数量及经济形势等。①**一线城市**: 2007 财年, 新东方实现北上广深四个城市全覆盖; ②**新一线城市**: 2007 财年新东方覆盖新一线城市 12 个, 至 2018 财年实现 15 个新一线城市全覆盖; ③**二线城市**: 2007 财年新东方在 11 个二线城市拥有新东方学校和新东方学习中心, 2020 财年完成除嘉兴、台州和常州三个城市之外的 27 个城市覆盖; ④**其他城市**: 2007 财年新东方初步布局 6 个城市, 2011 财年开始稳定增加, 至 2020 财年覆盖城市 45 个。

图10 新东方学校及新东方学习中心数量

图11 新东方覆盖城市数量 (个)


门店扩张层面, 新东方集团始终坚持推进教育下沉战略, 并取得良好成效。近年来, 新东方学校以及新东方学习中心在非一二线城市的扩张速度保持在较高水平。

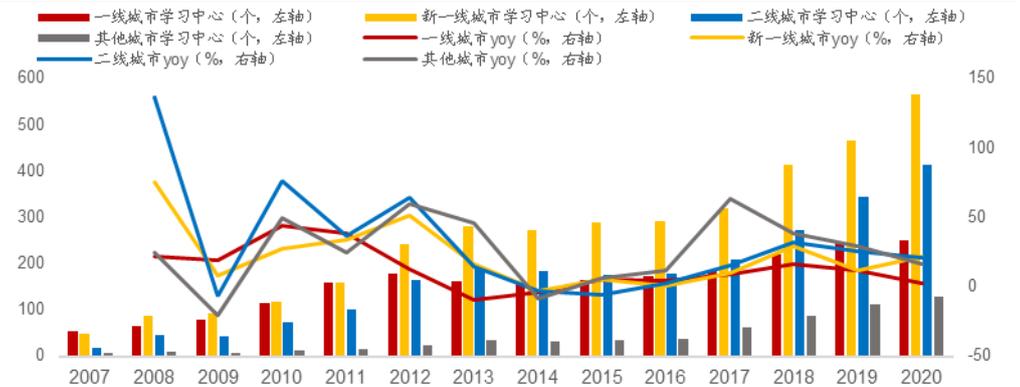
新东方学校: ①**一线城市及新一线城市**: 新东方在 2007 财年已基本完成在此类学校的布局, 2007-2020 财年, 新东方学校数量在一线城市/新一线城市分别增加 3 个/7

个；②**二线及其他城市**：2007-2011 财年间此地区新东方学校数量稳定增长，其中二线城市在 2009 财年增速达到峰值 38.5%，其他城市在 2011 财年增速达到峰值 83.3%，2012-2015 财年间新校区开设进度缓慢，进入过渡调整期，2016 财年起重新进入快速扩张期。

图12 新东方学校数量及增速图（按一线、二线等城市划分）


资料来源：公司 2007-2020 财年年报，海通证券研究所

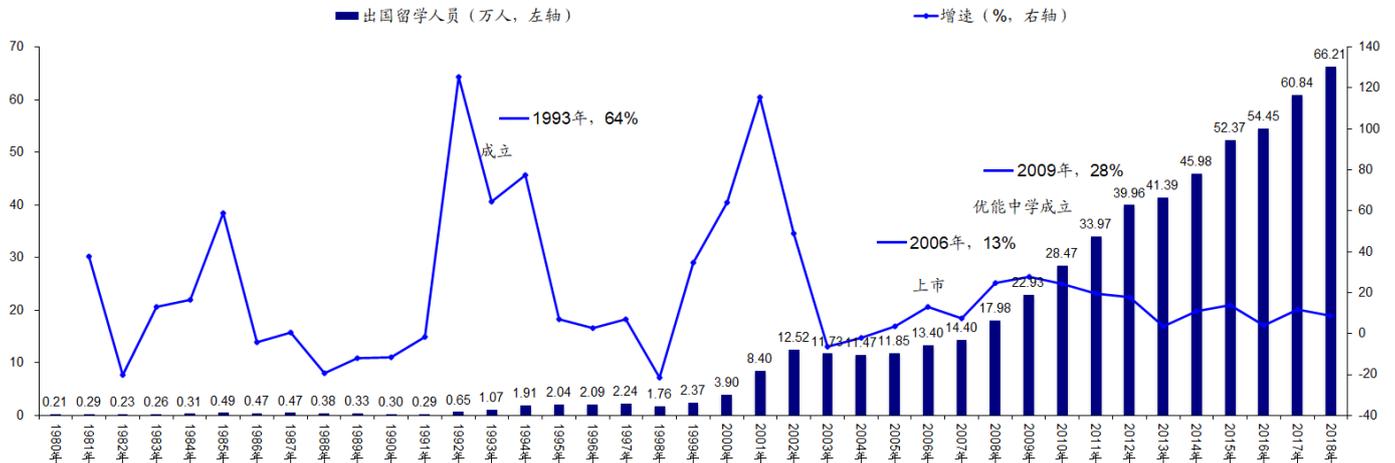
新东方学习中心：①**一线城市**：2007-2012 财年学习中心数量持续增长，在 2010 财年达到增速峰值 44.3%，2013-2016 财年部分学习中心关闭，增长几乎停滞，2017 财年起重新进入快速扩张期；②**新一线城市**：2007-2013 财年持续增长，在 2008 财年增速达到峰值 75.5%，2014-2016 财年部分学习中心关闭，2017 财年之后重新快速增长；③**二线城市**：2007-2013 财年持续增长，在 2008 财年增速达到峰值 136.8%，2014-2016 财年增长几乎停滞，2017 财年之后重新开始快速扩张；④**其他城市**：2007-2013 财年持续增长，此后进入停滞期，2017 财年起重新开始快速扩张。

图13 新东方学习中心数量及增速图（按一线、二线等城市划分）


资料来源：公司 2007-2020 财年年报，海通证券研究所

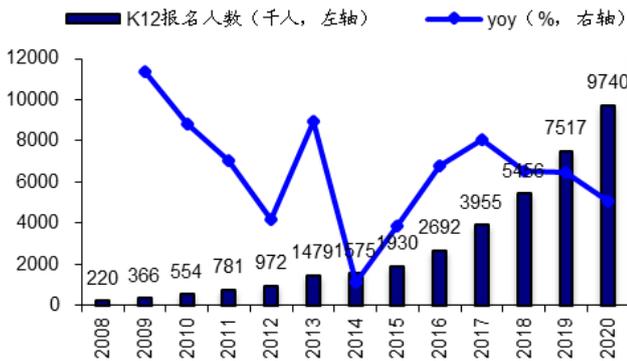
2.2 K12 课后辅导：后来居上的教培旗舰

留学人员增速放缓背景下，聚焦中学全科教培，开启第二增长曲线。自 1980 年以来，随着我国改革开放的逐步推进，国际化进程进一步加深，留学需求呈现大幅增长趋势。1980 年至 2018 年，留学人数从 2124 人增长至 66.21 万人。1993 年，新东方成立之初，留学人数已达 1.07 万人，当年增速为 64%。2006 年，新东方上市时，留学人数为 13.4 万人，当年增速为 13%，自此留学行业增速趋稳，并在 2009 年后逐渐放缓。同时在中学教育愈来愈受社会各界重视的背景下，新东方抓住机遇，2008 年推出“新东方优能全科”培训课程，2009 年成立优能中学教育全国推广管理中心，聚焦 K12 教培市场，开启第二增长曲线。

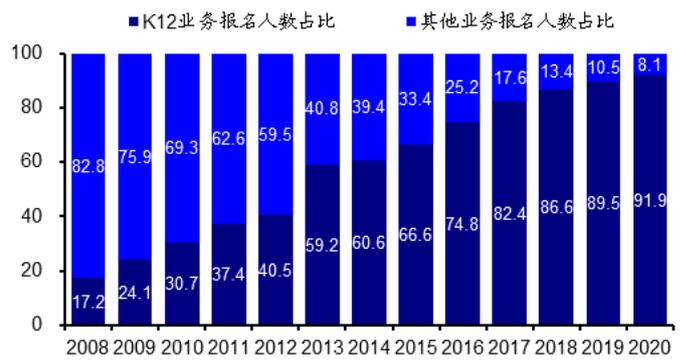
图14 出国留学人数变化情况


资料来源: Wind, 海通证券研究所

新东方 K12 课后辅导业务针对 3-18 岁青少年人群，实现幼儿园至高中全覆盖，K12 业务主要由公司旗下新东方中学全科教育(前优能中学)和新东方小学全科教育(前泡泡少儿)两个品牌承担。2008-2020 财年，新东方 K12 业务的报名人数由 22 万增长至 974 万，CAGR 达 37.1%，占新东方全部入学人数的比例由 17.2% 增长至 91.9%，成为集团生源的重要保障。期间，2013 财年 K12 课后辅导业务报名人数达到增速峰值 52.2%；同年，K12 业务的报名人数首次超过其他业务报名人数总计，占比为 59.2%。

图15 新东方 K12 课后辅导业务报名人数


资料来源: 公司 2008-2020 财年年报, 海通证券研究所

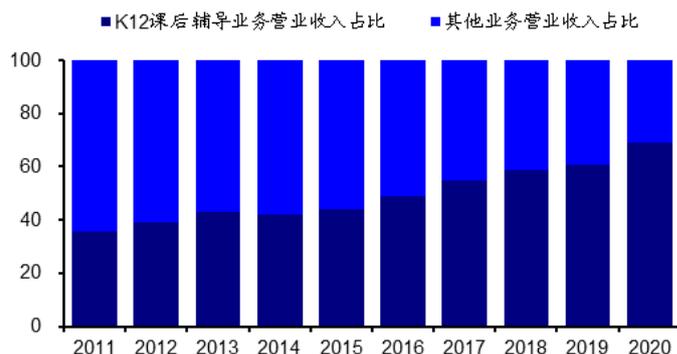
图16 新东方 K12 业务报名人数占比 (%)


资料来源: 公司 2008-2020 财年年报, 海通证券研究所

当前，K12 课后辅导业务已成为新东方营业收入增长的重要驱动力，是集团未来的战略发展重点。根据公司财报披露相关数据计算，新东方 K12 课后辅导业务营业收入在 2017 财年/2018 财年/2019 财年分别为 9.9 亿美元/14.6 亿美元/18.8 亿美元，同比增长 43.7%/47.7%/28.5%，分别占集团总收入的 55%/59%/61%。我们估算，2020 财年新东方 K12 课后辅导业务营业收入进一步增长至 24.7 亿美元左右，同比增长约 31.5%，2011-2020 财年新东方 K12 课后辅导业务营业收入 CAGR 约为 32.7%。

图17 新东方 K12 课后辅导业务营业收入情况


资料来源：公司 4Q11-4Q20 财报，海通证券研究所。2011-2013 财年及 2017-2019 财年为公司直接披露或根据相关披露数据计算所得，其余财年为估计值。

图18 新东方 K12 课后辅导业务营业收入占比 (%)


资料来源：公司 4Q11-4Q20 财报，海通证券研究所。2011-2013 财年及 2017-2019 财年为公司直接披露或根据相关披露数据计算所得，其余财年为估计值。

(1) 新东方中学全科教育：集团生源的重要入口

新东方中学全科教育（前优能中学）是新东方旗下知名中学教育品牌，专注于包括小学毕业生到高中毕业生在内的中学教育，依托新东方优质的教育资源，秉持“提高分数、励志教育、设计未来”的三大理念，旨在为 13 至 18 岁的学生提供一流的全科课外培训。

目前，新东方中学全科教育已在初一至高三六个年级实现语文、数学、英语、物理、化学、生物、历史、地理及政治九门学科全面覆盖，教学点覆盖全国近 80 个城市，年培训学员 500 多万人次。除了课后辅导服务，新东方同样注重学生的综合素质培养，为学院提供夏/冬令营活动，专注于激发学生的学习动力。

班型丰富，保障多样化需求。当前新东方中学全科教育主要有两大班型，25 人班容的班级授课以及 6-8 人班容的班级授课，同时提供一对一个性化辅导服务。25 人的班级课程根据授课重点分为三类：①**精进班**：基础难度，旨在帮助学生夯实基础，打好学科根基，巩固知识点；②**志高班**：难度有所提升，旨在针对学生的技巧培优，优化学习方法，培养学科思维；③**行远班**：针对中高考，讲求因材施教。6-8 人的班级课程会要求学生入学前进行水平测试，并根据测试结果进行分班，确保每个班的学生基本处在同一水平。一对一服务强调针对性，快速诊断问题并制定学生专属的学习方案，采用讲练反馈全结合的教学方法，直击知识薄弱环节。

图19 新东方中学全科教育学科覆盖示意图

科目	初中			高中		
	7	8	9	10	11	12
机器人学	★	★	★			
数学	★	★	★	★	★	★
英语	★	★	★	★	★	★
语文	★	★	★	★	★	★
物理	★	★	★	★	★	★
化学	★	★	★	★	★	★
生物	★	★	★	★	★	★
历史	★	★	★	★	★	★
地理	★	★	★	★	★	★
政治	★		★	★	★	★

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

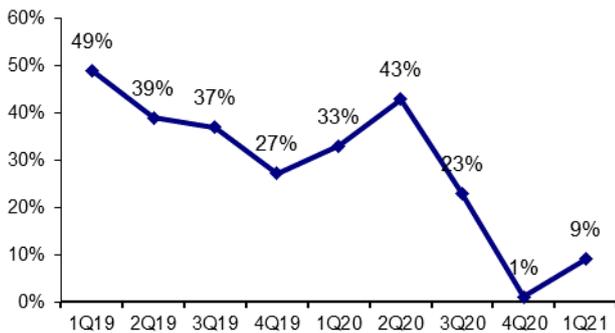
从英语培训拓展到其他学科培训。新东方于 2001 年进入中学课外辅导领域，复制新东方留学考试培训的成功经验——“大班授课+名师”模式，瞄准初三、高三毕业班群体，主打短期冲刺中高考英语培训业务。2006 年新东方上市之后，中学业务作为重点发展业务之一被单独剥离，2008 年优能中学品牌成立，全面推进中学全科培训业务，进入精品班教学体系，班型缩小为 25 人。据时任优能中学有关负责人朱宇回忆，此时的优能中学在北京中学课后培训市场的影响力不逊于学而思、杰睿教育、高思教育

和巨人教育，主要有两点原因：①**学科单一**：专注于具有传统优势的英语学科，忽略了其他学科的发展机会，市场份额逐渐被竞争对手蚕食，再想进入该市场时已无先发优势及口碑基础；②**口碑局限**：此前优能中学的主要面向有迫切提分需求的初三、高一年级学生，倒金字塔型的学员结构使得优能中学的教学口碑无法在低年级群体中扩散，每年仍需重新招募新生。

奋起直追，打开知名度，奠定龙头地位。单一的学科设置以及较低的续班率严重影响优能中学的未来布局，据此，2009年起新东方组建数学学科教学团队，开始向全学科辅导迈进。2011年暑假，北京优能中学面向全市小学毕业生推出50元的初一数学辅导课程，运用低价课程切入中学入口年级，本次低价课活动中，优能中学凭借优秀师资与教学质量获得约20%的续班率。2012-2014财年优能中学报名人数从35.2万增长至87.5万，CAGR为57.7%，低价课程导流方式卓有成效，新东方在中学全科教培领域逐渐打开知名度。

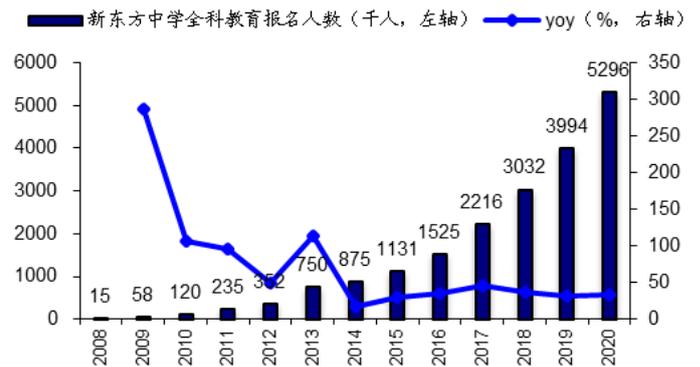
新东方中学全科教育3Q20FY-1Q21FY营业收入分别同比增长23%/1%/9%，受疫情影响，2020年1月起国家多部委发布多项通知禁止培训机构进行线下授课和集体活动，新东方中学全科教育4Q20FY收入增速显著放缓，随着线下培训网点重启以及集团OMO战略的有效推进，1Q21FY收入增速回升。2008-2020财年，新东方中学全科教育报名人数由1.5万升至529.6万，CAGR高达63.1%，占新东方总报名人数的比例由1.2%增长至50.0%，呈现爆发式增长。**目前新东方中学全科教育已成为集团第一大生源入口。**

图20 新东方中学全科教育 1Q19-1Q21 营业收入增速



资料来源：公司 1Q19-1Q21 财报，海通证券研究所

图21 新东方中学全科教育学科覆盖示意图



资料来源：公司 2008-2020 财年年报，海通证券研究所

(2) 新东方小学全科教育：锁定新的年龄层次，卡位业务线下游

我们认为，新东方业务从大学生留学业务逐步延续至中学业务，泡泡少儿英语的出现为新东方卡位新的年龄层次。3至12岁学生成为低龄生源蓄水池，助力为公司业务线上游产品。

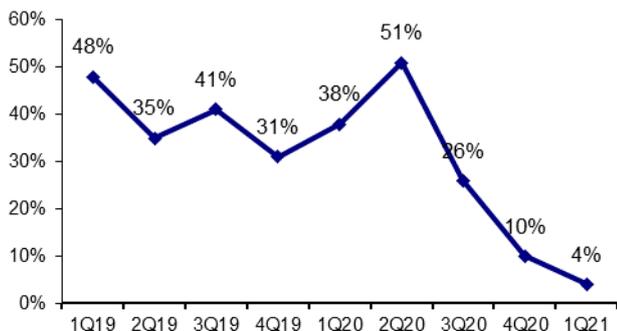
新东方小学全科教育（前泡泡少儿）致力于为3至12岁少年儿童提供全学科、一站式的教育服务。新东方小学全科教育前身为“泡泡POP”少儿英语，成立于2004年，专门为幼儿园及小学儿童提供英语培训服务，在低年级群体中打造新东方的品牌口碑。2008年，泡泡英语升级为泡泡少儿全科辅导项目，教学科目由英语拓展至数学、语文、音乐和美术。截至2020年5月，新东方小学全科教育已在全国近80个城市设立了近千家学习中心，年培训学员400多万人次。

产品线丰富，突出个性化。当前新东方小学全科教育分别针对语文、数学、英语三大科目进行课程升级，拥有三类业务：①**人文科学**：分为大语文和博文读写两大业务部分，其中大语文以“国学+文学+写作”为核心教学体系，实现语文素养的综合提升，博文读写则更专注于低年级语文教育，强调母语能力的基础搭建，采用精选文学作品编制阅读素材进行教学；②**自然科学**：专注于少儿的思维方式培养和数学水平提升，课程核心教材的编写团队拥有数位泰斗级特级教师；③**语言学习**：联合英国专业审校团队与音频制作单位打造适合中国儿童的英语学习体系，打造以学生为中心沉浸式课堂，全面提升听说读写能力。

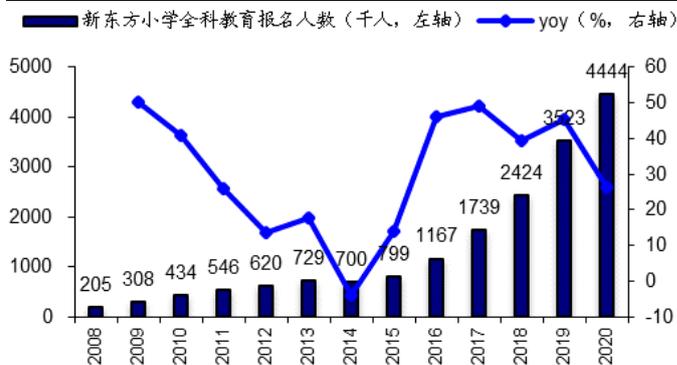
图22 新东方小学全科教育自主研发教材


资料来源：新东方小学全科教育官网，海通证券研究所

新东方小学全科教育 3Q20FY-1Q21FY 营业收入分别同比增长 26%/10%/4%，受疫情影响收入增速均有所放缓，处于恢复期。2008-2020 财年，新东方小学全科教育报名人数由 20.5 万增长至 444.4 万，CAGR 达 29.2%，占新东方总报名人数的比例由 16.0% 增长至 41.9%。**当前，新东方小学全科教育已成新东方第二大生源入口。**

图23 新东方小学全科教育 1Q19-1Q21 营业收入增速


资料来源：公司 1Q19-1Q21 财报，海通证券研究所

图24 新东方小学全科教育报名人数


资料来源：公司 2008-2020 财年年报，海通证券研究所

2.3 留学综合业务：稳步发展的行业引领者

(1) 留学考试业务：出国语言培训起家，改革助推业务发展

语言培训起家，授课类型多样：留学考试业务是新东方科技集团最早开展的业务，致力于为具有出国留学需求的学生提供考试备考服务。针对北美、英联邦等不同考试体系针对性地提供备考课程。公司还推出了美本精英计划、英本精英计划、国际学科和国际预科等核心品牌。授课形式多样，每个班 6-40 人不等，每次 1-3 小时，每周 1-6 次。

留学考试互动学习平台，创新推动发展。2016 年，新东方推出了“留学考试互动学习平台”，服务于新东方托福、雅思、SAT 项目的学生。通过学习平台，学生和教师之间极大地增强了互动性，信息反馈效率大大提升。①**学生：**通过平台获得免费水平测试、留学信息、辅导资料等，还可以额外获得互动练习、分析报告、口语点评和作文批改等服务。②**教师：**利用平台规划、管理学员课堂以外的学习行为，向学员发放模考、练习、学习资料和视频，实现全过程教学管理，确保学员学习效果。教师还可通过系统查看学生的做题行为和结果，及时调整教学内容和教学方式，针对性地完成教学工作。

图25 新东方小学全科教育自主研发教材


资料来源：公司官网，海通证券研究所

(2) 留学咨询业务：“一站式”服务，游学留学并重

业务广泛，提供“一站式”服务：新东方前途出国是新东方旗下从事出国留学服务的专属机构，业务包括中学、本科和研究生留学服务。公司为学生提供“一站式”的服务，包括考试指导、留学规划、院校申请、奖学金申请、文书写作、面试指导、签证培训、国际游学等。公司拥有一批留学办理经验丰富的顾问，多数顾问具有海外留学背景，80%以上的顾问拥有硕士以上学位。此外，公司还拥有由华人成功典范、海外著名大学教授和职业留学规划老师组成的留学智囊团。公司同美国、英国、加拿大、澳大利亚等几十个留学大国的众多教育机构建立了良好合作，在英国和澳洲也设有全资子公司。

图26 留学产品丰富


资料来源：公司官网，海通证券研究所

图27 前途出国官网


资料来源：公司官网，海通证券研究所

游学留学业务并重：新东方国际游学是新东方教育科技集团旗下高端游学品牌，同全球众多高端优质教育资源建立了战略合作关系，境外资源覆盖北美、欧洲、澳洲、亚洲等 40 多个国家和地区，拥有百余条游学线路，为不同需求的学生提供了多种选择。

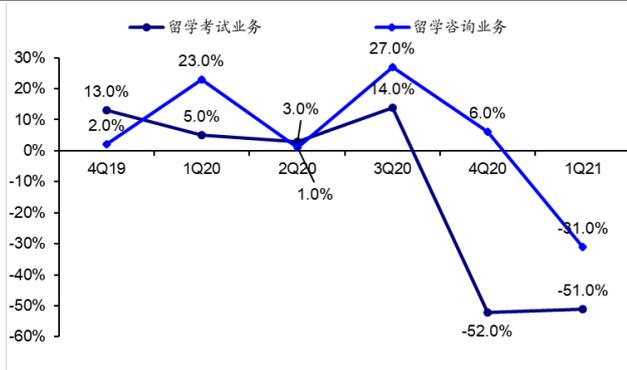
图28 新东方国际游学官方合作伙伴

	世界权威英语教学联盟 English UK 海外认证会员		昆士兰大学(CTE-UQ) 中国大陆官方战略合作伙伴		加拿大童子军 中国合作伙伴
	美国Rustic Pathways 中国大陆合作伙伴		中国大陆拥有海外自主营地的 游学机构		耶鲁大学 青年领导力才能国际夏令营
	哈佛大学领导力夏训营 中国大陆官方战略合作伙伴		德国青少年旅行教育协会 认证机构		斯坦福-伯克利-硅谷 全球商业计划大赛官方指定招...
	康奈尔大学国际辩论营 中国大陆战略合作伙伴		联合国青年大会代表团 中国大陆招募伙伴		中国营地教育联盟 发起成员单位

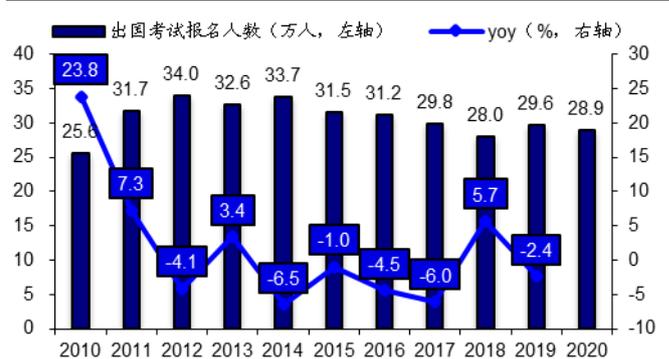
资料来源：公司官网，海通证券研究所

(3) 疫情加速留学培训行业洗牌，龙头集中度有望加速提升

留学业务受疫情影响短期承压： FY2020 年，公司留学考试报名 28.9 万人，同比下降 2.4%。留学考试报名人数自 1Q19 保持连续增长，单季增长率长期维持在 3.0%~14%，4Q20 由于疫情的影响，留学考试报名人数出现了首次下滑，业务收入下滑幅度高达 52%，1Q21 收入下滑 51%。留学中介业务也由于疫情的蔓延受到冲击，1Q21 留学中介业务增长率转负，单季下滑 31%。

图29 疫情下留学业务收入增速出现明显下滑


资料来源：公司 4Q19-1Q21 财报，海通证券研究所

图30 新东方留学考试报名人数逐渐下降


资料来源：公司 2010-2020 财年年报，海通证券研究所

我们认为，线下培训行业中，留学培训受疫情冲击最大。疫情期间，抗风险能力薄弱的中小游学机构，资金链受到了严峻的挑战。随着海外疫情的好转和疫苗研发的加快，我们预计留学需求有望快速回升。新东方凭借出色的经营能力和现金流，有望充分受益于行业集中度提升。

2.4 在线教育：技术场景全赋能，提升品质与效率

在线教育是新东方集团的重要业务条线之一，新东方创始人及执行董事长俞敏洪先生曾多次强调：未来中国教育市场的发展必然是地面教育和在线教育双向发展，新东方在此过程中将始终坚持地面教育与在线教育战略的同时稳步推进。目前，新东方的在线业务主要由其控股子公司新东方在线科技控股有限公司旗下的新东方在线、东方优播、酷学多纳和酷学英语四大品牌平台进行运营。

(1) 新东方在线：打破教育边界，产品涵盖多个年龄段

新东方在线前身为新东方教育在线，成立于 2000 年 12 月，2005 年新东方通过境内营运实体北京迅程公司建立在线业务，正式推出集团内重要的在线教育平台——新东方在线 (www.koolearn.com)。2012 年，新东方在线推出首个英语学习应用程序多纳；2014 年推出自适应学习系统“知心”；2017 年推出东方优播，为 K12 学生提供地区性直播互动辅导服务。发展至今，新东方在线已由一个单纯的在线海外考试准备服务提供

平台成长为覆盖大学教育、K12教育、学前教育（toC业务）及向机构客户（toB业务）提供教育产品的综合在线教育平台。作为新东方集团的科技领航者，新东方在线承载着“科技助力中国教育均衡，将优质教育资源传递到边远地区”的企业理想与社会责任。

图31 新东方在线 toC 业务示意图


资料来源：《新东方在线科技控股有限公司招股说明书》，海通证券研究所

新东方集团是新东方在线科技的控股股东，俞敏洪先生为新东方在线的实际控制人。自2019年上市后，新东方在线已多次获得母公司及俞敏洪的增持。2020年4月，俞敏洪增持新东方在线200万股；9月，新东方及俞敏洪以30港币/股的价格认购5943.2万股；11月，新东方集团以每股均价26.77港元从二级市场买入197.3万股。12月24日认购交割完成后，控股股东新东方集团持股55.20%，实控人俞敏洪直接、间接持股58.10%。

表3 认购交割前后股权比例

	认购新股前股权		认购新股后股权	
	持股数量（百万）	持股比例（%）	持股数量（百万）	持股比例（%）
实际控制人俞敏洪	521.34	55.45	580.77	58.10
其他股东	418.91	44.55	418.91	41.90

资料来源：新东方在线2020年12月24日认购交割公告，海通证券研究所

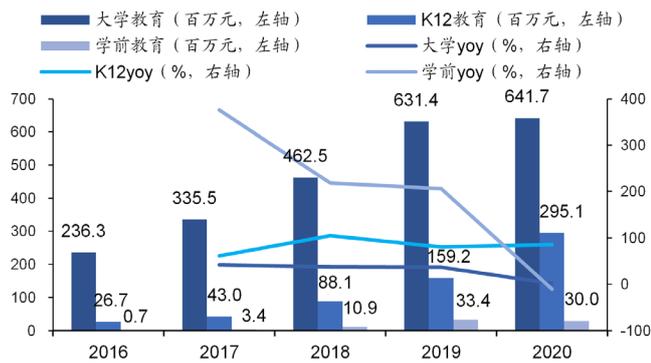
“地面+在线”，双轨策略助，互补性发展。从产品服务矩阵来看，虽然新东方在线与新东方集团均涉及学前、K12及大学培训业务，但在集团双轨发展的整体战略下，新东方在线在母公司传统线下培训业务的基础上对教学载体和形式进行了结构性创新。新东方在线通过开发新市场、探寻新群体和挖掘新需求的经营方式充分避免与母公司进行直接竞争，并在“三新”基础上持续拓展增量业务。在线上业务市场规模持续扩容的当下，新东方在线既是集团整体发挥科技力量充分扩大新东方品牌教育边界的重要渠道，也是充分利用传统优质师资增强集团双线覆盖能力的有利推手，双方在差异竞争中形成的互补性优势助力集团实现整体协同发展。

表4 新东方在线与新东方集团的互补性发展

	新东方在线	经保留的新东方集团
目标客户	东方优播针对三四线城市，其他课程则可通过互联网覆盖全国学生群体	主要针对一二线城市学生群体
市场细分	对课程时间及地区有较大灵活性需求的学生	偏好面对面教学及实际互动教学模式的学生
报名群体	以大学生群体为主	以K12学生群体为主
授课模式	线上平台上的直播或录播课	线下学校的面对面课程

资料来源：《新东方在线科技控股有限公司招股说明书》，海通证券研究所

2020财年，新东方在线实现营业收入10.81亿元，2019财年同期9.19亿元，同比增长17.6%；归母净利润为-7.42亿元，受营销费用以及员工薪资开支的大幅上涨，短期亏损呈现加剧态势。大学教育/K12教育/学前教育分别实现营业收入6.42亿元/2.95亿元/0.3亿元，同比增长1.6%/85.4%/ -10.2%，占比分别为59.4%/27.3%/2.8%。虽然大学教育收入增速放缓，但仍是当前新东方在线营业收入的主要来源，K12业务收入持续保持较高增长速度，是未来营收增长的重要动力之一。

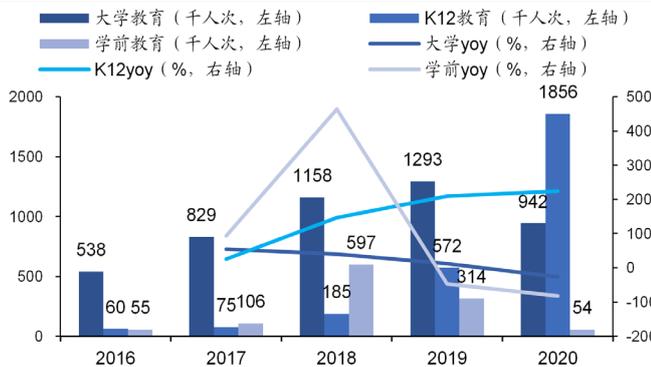
图32 新东方在线营业收入拆分(百万人民币)及yoy


资料来源: 新东方在线 2016-2020 财年年报, 海通证券研究所

图33 新东方在线营业收入占比 (%)


资料来源: 新东方在线 2016-2020 财年年报, 海通证券研究所

2020 财年, 新东方在线付费学生人次为 285.3 万, 2019 财年同期为 217.9 万, 同比增长 30.9%, 其中大学教育/K12 教育/学前教育报名人数为 94.2 万/185.6 万/5.4 万, 占比分别为 33.0%/65.1%/1.9%。2016-2020 财年, 新东方在线付费人数 CAGR 为 44.6%, 其中 K12 教育的报名人数增长最为显著, CAGR 达 135.8%, 2020 财年 K12 教育报名人数首次超越大学教育, 成为在线教育生源的第一大入口。

图34 新东方在线付费学生人数变化(千人)


资料来源: 新东方在线 2016-2020 财年年报, 海通证券研究所

图35 新东方在线报名占比 (%)


资料来源: 新东方在线 2016-2020 财年年报, 海通证券研究所

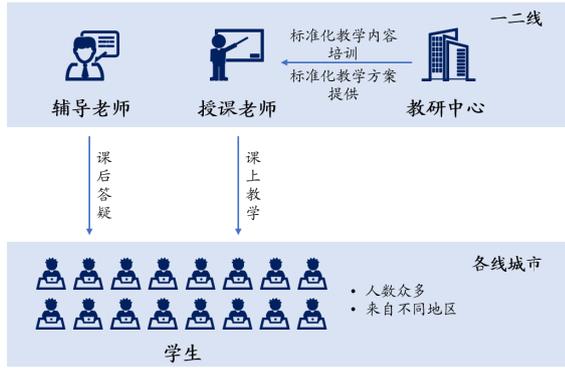
(2) K12 教育: 在线教育未来的战略重点

新东方在线 K12 教育涵盖中国小学至高中的大部分标准学校科目, 由新东方在线 (www.koolearn.com) 和东方优播 (DFUB) 两个平台承担, 同时在大班和小班赛道差异化竞争, 形成双线发展模式。与新东方集团整体发展思路相近, 在线教育板块同样将 K12 业务条线作为战略发展重点。2019 年 8 月新东方在线收购东方优播剩余股权, 全资控股东方优播, 发力线上单师小班课。目前, K12 教育条线已在北京、西安、武汉、济南、郑州五个城市建立教师培训及人才辅导基地, 吸收基地周边高校的优秀教师人才。

新东方在线 (www.koolearn.com) 为纯线上平台, 采用大班双师直播模式, 每个班级配备一名主讲教师负责直播授课, 一名辅导老师负责课后答疑、课下沟通及作业批改等服务, 其模式与学而思网校、跟谁学和猿辅导等主流在线 K12 辅导机构相同。

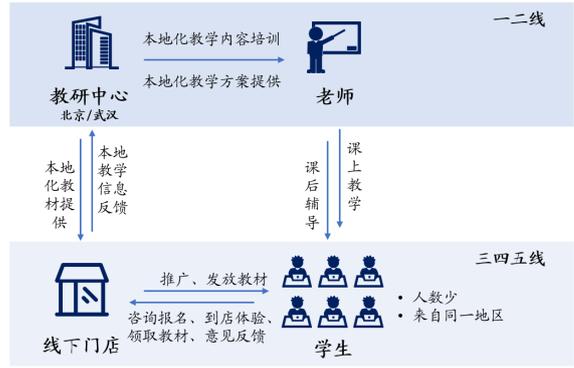
东方优播以北京的优秀教学资源为核心基础, 将其通过互联网技术输出到教育资源相对有限的三线、四线和五线城市, 采用 25 人以下的小班单师直播模式, 辅以在线一对一课程以及私播优选 (录播课)。东方优播的课程高度本地化, 紧贴本地学校教材, 涵盖热门考试范围, 运用一二线城市的优秀师资实现降维打击, 在与本地教学培训机构的竞争中获得优势。同时设立线下体验店承担报名咨询及到店体验课程的服务, 并通过地推等营销手段增强与家长和学生之间的信任感, 提升整体用户粘性。除北京教学培训中心之外, 2019 年东方优播设立武汉教学培训中心, 快速培育充足的优质师资为主打小班模式的东方优播的快速扩张提供保障。

图36 新东方在线双师大班模式示意图



资料来源：海通证券研究所

图37 东方优播单师小班模式示意图



资料来源：海通证券研究所

表 5 新东方在线与东方优播的双线模式

	新东方在线 (www.koolearn.com)	东方优播
地域	不限地域，具备线上学习设备即可	三四五线城市为主
班容	30人以上大班	25人以内小班
授课模式	一名主讲老师+一名辅导老师	一名老师同时负责讲授和课后辅导
教学内容	教材仅区分版本，面向多省市	教材本地化程度高，能够及时对当地学校考试进行追踪
师生交流	课上以老师单向授课为主，讲师无法看到学生的听课状态	老师讲课的同时可以通过摄像头知晓学生听课状态，随时与学生展开交流

资料来源：新东方在线官网，海通证券研究所

东方优播代表的小班直播课模式有效弥补了低线城市的师资缺陷，同时课单价相对较高的“小班”模式能够满足低线城市中拥有较高支付能力且对教学质量及配套服务具有高要求的这一家长群体的需求，是新东方在线与同业公司差异化竞争的重要形式。由于早期通过东方优播拓展至低线城市，公司目前享有明显的先发优势，持续受益于低线城市因消费者消费及生活水平不断提高而带来的需求增长。2020财年，东方优播新进入109个城市，截止2020年5月31日，东方优播已进入中国24个省份的172个城市，开设校区176个，拥有教师1800余名。

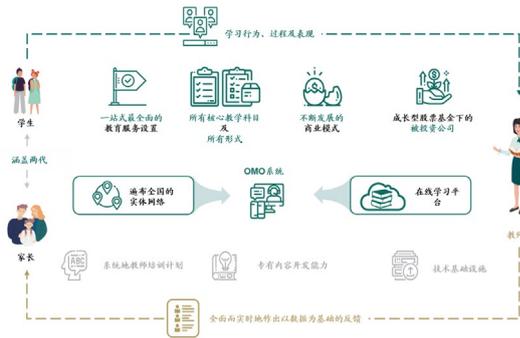
K12业务仍处于加码开拓期，报名人数增速迅猛，但短期盈利承压。2020财年，新东方在线K12教育付费学生人次为185.6万，同比增长224.5%，其中新东方在线(www.koolearn.com)付费学生人次同比增长269.4%，东方优播付费学生人次同比增长184.2%。本财年，新东方在线K12教育实现营业收入2.95亿元，同比增长85.4%。2016-2019财年，K12业务毛利率由62.1%逐年下降至9.96%，2020财年首次出现毛利亏损，毛损为0.45亿元，主因疫情期间向大量学生免费提供春季课程以及教学人员成本、课程研究成本和技术成本的增加。

(3) OMO：线上机构学习线下，线下机构学习线上

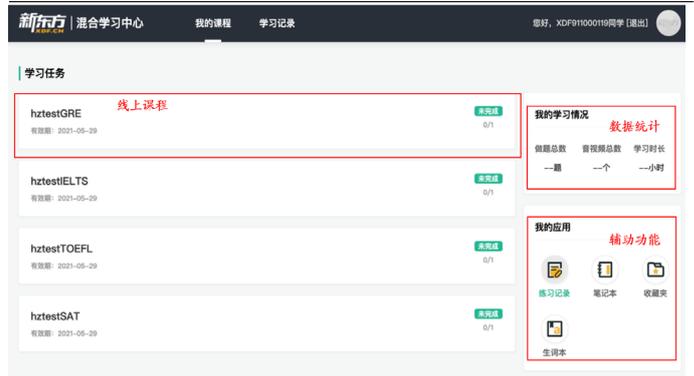
OMO 标准化数字教室教学系统于2014年问世，公司在原有基础上不断扩展其应用场景并添加创新功能，2014年的交互式问答机及可视进度系统，2016年的大数据分析技术和2017年的英语语音识别技术及基于位置的实时互动式辅导服务都体现了公司这一教学系统的高度创新性与可延展性。经过多年的持续发展，OMO系统已深入公司业务运营中的招生、学习内容定制、家校实时反馈及课程开发等多个领域，成为公司重要的发展战略之一。

线下教育的有效补充。当前新东方的线下课程体系经过数十年的磨砺已经进入成熟发展阶段，OMO模式则是针对线下课程的战略升级。在线下与教师面对面互动学习之后，学生可利用线上学习平台提供的视频课与直播课进行知识的补充学习，并通过线上测评来检验自身学习成果，同时也可利用线上平台其他的音频类和文本类学习资源进行自我提升。由于线上平台的内容提供均基于大数据的基础之上，因此能够实现符合学生个体情况的“千人千面式”学习素材推送。与此同时，线上平台还支持学习数据统计功能，这一应用提升了学生自我纠察和学管跟踪督促的便捷性，为下一次线下教学提供了有力

支撑。新东方以线上线下课程与辅导相结合的方式实现了 OMO 学习闭环，为原本单一的地面课程带来多方位的补充。

图38 OMO 教育生态系统


资料来源：新东方在线招股书，海通证券研究所

图39 新东方留学考试 OMO 产品线上学习平台


资料来源：公司官网，海通证券研究所

加速技术迭代，疫情期间把握机遇。1月27日起，新东方在线发起免费“捐课”模式，先后数次为全国中小学及大学生用户免费提供新东方在线春季班直播课程以及大学英语四六级正价课、考研英语、雅思、托福、GRE 等备考课程，为全国逾千万人次的学生提供了课程服务。同时，新东方在线联合学习强国、央视频、共青团中央新媒体等多个头部平台，共享小初高完整教学课程，实现多链路分流，不断提升在线教育势能。尽管本次免费赠课活动导致新东方在线毛利率由 2019 财年的 55.1% 降至 2020 财年的 45.6%，但我们认为春季赠课活动的品牌推广效应显著，形成一个巨大的学员流量池，为接下来的暑期转化奠定基础。此外，为应对疫情期间激增的网课需求，新东方在线对自主研发的云教室平台 ECCP 系统进行升级迭代，保障了百万学生的正常学习。

OMO 策略：①在线系统主要用于已有的线下课程，在现有城市中采用线下线上混合模式。②对于公司有业务但可能没有足够的学习中心来满足所有客户的城市，公司的 OMO 系统使公司能够接触更多的学生和客户。③对于某些省份，公司在所有城市都没有中心，OMO 系统使公司与周围现有城市的学生接触；④公司为学生提供了一系列互补的低成本在线课程，让他们体验公司的课程，吸引新的客户。

我们认为，OMO 教育生态系统是新东方集团整合线上和线下业务的重要手段。新东方高度重视教学数据的运用，通过收集和分析终端学生学习行为及进度的相关数据，并根据分析结果生成定制化的教学内容，以此帮助教师实现针对性备课。在这一良性发展态势下，数据端的持续积累有望加速创新教学产品的研发及问市，并将新产品所获得的数据反馈回系统中进行进一步分析，形成数据迭代的正向循环。通过线上线下相融合，公司有望利用互联网技术的优势，结合线下产品与场景，大幅提升效率与品质，并以此产生更多的收入、利润和口碑。

3. 财务分析：毛利率回升，现金流行业领先

3.1 毛利率：55%到 59%区间，2020 财年有所回升

2016-2020 年财年毛利率逐年下降。2019 财年毛利率为 55.55%，2020 年营业收入 35.79 亿美元，营业成本 15.89 亿美元，毛利率增 0.05pct 至 55.60%。我们判断影响毛利率的主要因素有：①教学成本：小班教学成市场趋势，班级规模减小，相比大班教学成本上升，毛利下降。②开店扩张速度：新东方学校和学习中心数量增速显著，而网点通常有 1-3 年培育期。

2020 年财年毛利率分析：（1）疫情原因无法开课，国际考试延迟，影响了公司营业收入，而学校和学习中心租金仍需要支付。（2）教师团队的人数增多，工资增长（约 8%~9%），但报名线上课后辅导和其他课程的学生人数增长强劲，抵消了部分疫情带来的影响。我们认为，随着学校和学习中心数量的增加，公司营业成本还会不断上升。但随着市场份额的增加，新开网点进入成熟期带来学生人数增

长,也会对公司的营业收入起到积极的作用。截至2020年11月7日,表中教培行业上市公司中仅有新东方、好未来,四季教育公布2020财年年报。

表6 部分教培行业毛利率情况(%)

公司	2015FY	2016FY	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY
新东方	57.79	58.44	58.34	56.45	55.55	55.6
好未来	53.21	51.02	49.93	48.55	54.57	55.14
四季教育		41.38	58	63.58	48.81	48.35
精锐教育	46.73	52.25	51.29	50.64	48.12	
卓越教育	41.53	41.99	42.28	40.58	41.91	
思考乐教育		32.96	32.86	37.87	42.72	

资料来源: Wind, 海通证券研究所

备注: 表中2019年数据: 好未来和四季教育取自2018年3月1日至2019年2月28日财年, 新东方取自2018年6月1日至2019年5月31日财年, 精锐教育取自2018年9月1日至2019年8月31日财年, 其余公司取自2019年1月1日至2019年12月31日财年。

我们认为, 在市场化的竞争中, 教师薪酬及单位面积房租在各机构间不构成绝对差异, 提高员工效率及提升场地的资源使用效率, 降低获客成本将成为公司构筑竞争力的利器。通过对比新东方与同行在人效、生师比、单店营业收入三项指标, 我们判断毛利率仍有一定提升空间: ①通过科技的赋能让优秀教师服务更多的学生: 双师模式的推广, 逐步提升生师比, 进而直接提升人效。OMO(Online merge offline)可以放大教师产能, 增加教师积极性。②场地使用效率仍有提升空间: 新东方单店营收虽然位居同行前列, 但其增速自2018财年逐渐下滑, 仍有改善的空间。③通过OMO模式降低获客成本: 结合线下获客成本低的优势, 降低线上推广费用。

(1) 人效: ①2016-2019财年新东方与好未来人效稳步增长, 但2020财年前出现下滑。 下滑主要原因是疫情影响, 营业收入增长率放缓, 低于员工和教师增长率(新东方收入/员工/教师增速分别为17.11%, 26.81%, 22.12%, 好未来分别为27.14%, 30.34%, 37.42%)。员工和教师的快速增长是因为疫情之后, 公司为抢占市场增加的客服的销售人数。但从长期来看, 新东方和好未来的人效在稳步增长。2019财年新东方人效(以教师数计)被好未来反超, 但2020财年差距有所缩小, 我们认为这是得益于学生人数的增长。②四季教育网点辐射范围小, 人效较高。截止至2019财年, 四季教育在全国9个城市有52个学习中心, 且主要分布于上海地区。我们判断其人效高与管理半径较小有关。③精锐教育定位高端市场, 人效较低。截止至2019财年, 精锐教育在全国35个城市有432个教学网点, 人效低于同行, 我们判断主要因其定位于高端课外辅导市场(premium K12 after-school education services), 专注于1对1及1对3课外辅导, 老师利用率较低。

(2) 生师比: 我们认为, 教培行业中, 生师比是除人效以外, 衡量教师效率的另一重要指标。 随着科技的赋能, 优秀的老师可以服务更多学生, 效能逐步提升。新东方通过双师课堂逐步提升教师使用效率, 目前新东方泡泡少儿在48个现有城市, 优能在29个现有城市中引入了双师模式, 同时, 在10个新城市引入了泡泡少儿和优能业务。同时公司也在积极探索OMO线下线上融合系统。根据1Q2021FY财报, 新东方OMO进入了大约20个城市, 我们相信OMO将成为新东方未来增长引擎之一, 能够有效增加招生人数, 并使优质老师覆盖更多的生源, 比如省域化网校就是其中一种形态。

表7 好未来、新东方人效及生师比

	好未来					新东方				
	2016FY	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY	2016FY	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY
营业收入(万元)	436332	734154	1207063	1803879	2293476	1040491	1266530	1722550	2179372	2552173
增速(%)	42.86	68.26	64.42	49.44	27.14	18.57	21.72	36.01	26.52	17.11
员工人数(人)	12115	20240	28637	34733	45271	28690	34217	44531	54758	69438
增速(%)	46.78	67.07	41.49	21.29	30.34	11.09	19.26	30.14	22.97	26.81
教师人数(人)	8388	14168	20397	26003	35734	18800	22000	28100	33900	41400
增速(%)	51.82	68.91	43.97	27.48	37.42	9.3	17.02	27.73	20.64	22.12

人效 (以员工人数 测算, 万元/人)	36.02	36.27	42.15	51.94	50.66	36.27	37.01	38.68	39.8	36.75
人效 (以教师人数 测算, 万元/人)	52.02	51.82	59.18	69.37	64.18	55.35	57.57	61.3	64.29	61.65
生师比	275	275	373	538	392	191	218	224	248	203

资料来源: wind,好未来及新东方2016-2020财年年报, 海通证券研究所

备注: 员工数量取自新东方及好未来财报披露的 fulltimeemployees 数量。教师数量: 好未来取自财报披露的 full-timeteachers 数量与 contractteachers 数量总和, 即全职老师与兼职老师总和, 新东方取自财报披露的教师数量总和。人效=营业收入/人数, 生师比=注册学生数/教师数

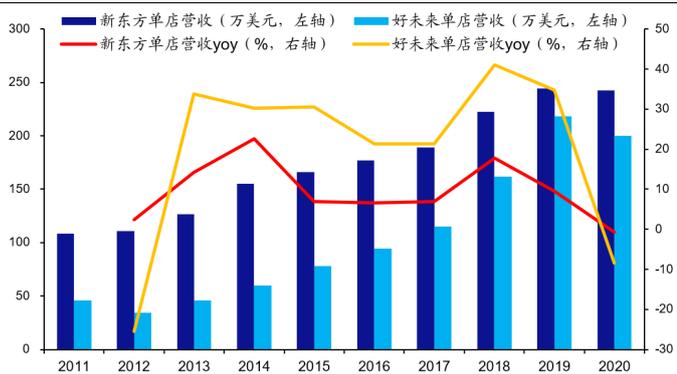
表 8 四季教育、精锐教育人效及生师比

	四季教育			精锐教育		
	2017FY	2018FY	2019FY	2017FY	2018FY	2019FY
营业收入 (万元)	20319	30053	33564	205755.70	286269.20	396815.20
增速 (%)	116.62	47.91	11.68	34.6	39.13	38.62
员工人数 (人)	450	706	828	8588	11700	14741
增速 (%)		56.89	17.28	24.86	36.24	25.99
教师人数 (人)	222	350	392	4457	6057	7501
增速 (%)	101.82	57.66	12	28.33	35.9	23.84
人效 (以员工人数 测算, 万元/人)	45.15	42.57	40.54	23.96	24.47	26.92
人效 (以教师人数 测算, 万元/人)	91.53	85.87	85.62	46.16	47.26	52.9
生师比	524	350	402	207	222	253

资料来源: wind,四季教育及精锐教育2017-2019财年年报, 海通证券研究所

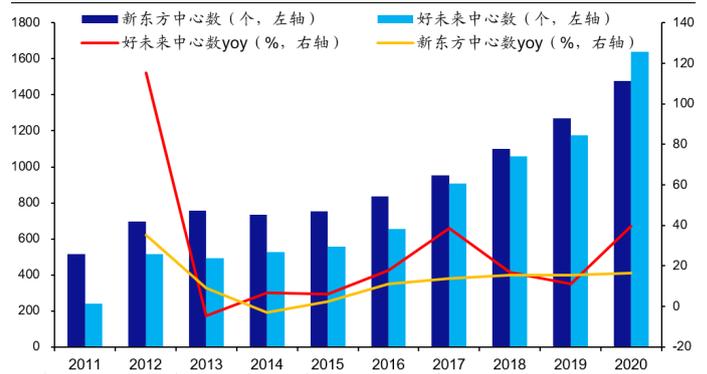
(3) 单店营业收入:由于披露方式差异, 我们取数如下:新东方门店数量=学校数量(school)+学习中心数量(learningcenter)+书店数量(bookstore), 根据财报定义, 新东方以职能划分学校及学习中心, 学校承担教学及管理职能, 而学习中心主要承担教学职能。好未来门店数量=学习中心数量(learningcenter)+服务中心数量(servicecenter)。2019财年, 好未来、新东方、四季教育及精锐教育单店营业收入各218万美元、244万美元、96万美元(5016万美元营业收入/52个学习中心)、129万美元(5.58亿美元营业收入/432个学习中心)。2020财年, 新东方和好未来单店营收都在下滑, 分别为242.3万美元和199.8万美元, 但好未来下滑程度更大。我们认为, 新东方虽然单店营收位于行业上游, 但仍有提升空间。好未来单店营收下滑大, 预计与开店扩张速度加快有关。

图38 新东方及好未来单店营业收入情况



资料来源: 好未来、新东方各财年年报, 海通证券研究所

图39 新东方及好未来门店数量



资料来源: 好未来、新东方各财年年报, 海通证券研究所

3.2 净利率 2018-2019 财年下滑, 2020 年有所提高

2015及2017财年公司净利率在同行处于上游水平, 2018-2019财年有所下滑, 降至行业中游水平, 2020财年有所提高。体现了新东方稳定的盈利能力。我们认为2018-2019财年的下滑与公司网店扩张速度较快有关系。2020财年净利率为9.92%, 同比增加2.56pct。2020财年销售费用4.45亿美元, 同比增长16%。根据公司2020财年年报, 公司为抢占疫情后的市场份额, 增加了销售推广费用(提

供免费的线上课程和增加客服销售数量)。管理费用 11.46 亿美元,同比增长 10.8%。

趋势上,我们认为,随着网店的不断扩张及对线上教育平台和 OMO 系统投资增加,公司费用仍会上涨。长期来说,公司市场份额增大,销售网点进入成熟期,销售费用率有望下滑。随着推行 OMO 模式,新科技的运用,公司的管理效率也有望提高。净利率增长有较大提升的空间。

表 9 部分教培行业上市公司净利率情况 (%)

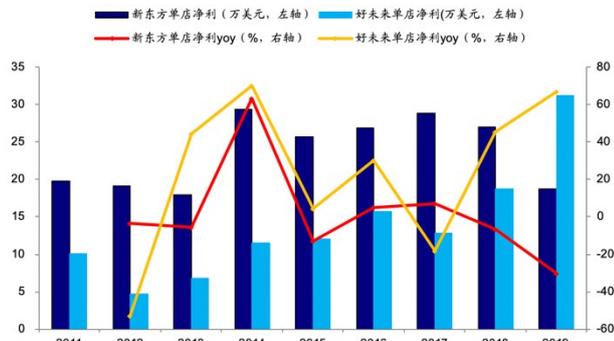
公司	2015FY	2016FY	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY
新东方	15.46	15.24	15.38	12.14	7.36	9.92
好未来	15.47	16.57	10.78	11.35	14.22	-3.9
四季教育		-33.14	8.53	13.92	-0.44	-28.16
精锐教育	5.15	12.22	11.82	7.49	4.16	
卓越教育	9.24	6.44	5.74	5.01	7.36	
思考乐教育		6.08	7.71	14.23	13.09	

资料来源: Wind, 海通证券研究所

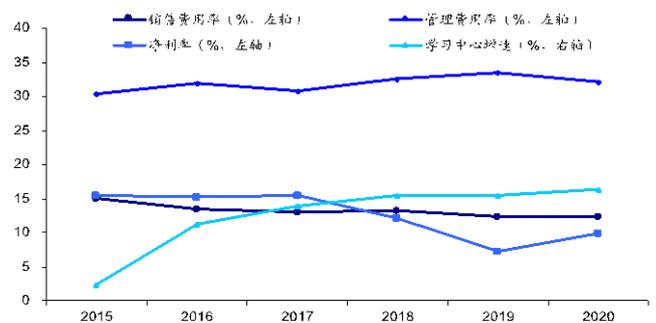
表 10 部分教培行业上市公司利效情况

指标	公司	2015FY	2016FY	2017FY	2018FY	2019FY
利效(以营业利润/员工人数测算)	好未来	0.81	0.67	0.65	0.71	0.96
	新东方	0.59	0.68	0.77	0.59	0.55
	精锐	0.18	0.51	0.54	0.29	0.22
	四季			2.04	1.38	0.02
利效(以营业利润/教师人数测算)	好未来	1.21	0.97	0.93	1.00	1.29
	新东方	0.89	1.04	1.19	0.94	0.89
	精锐	0.39	1.01	1.04	0.55	0.43
	四季		0.87	4.14	2.78	0.04

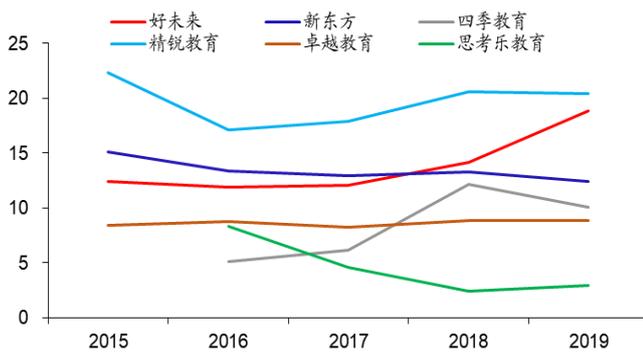
资料来源: Wind, 各公司各期财报, 海通证券研究所

图40 新东方及好未来单店(含学习及服务中心)净利情况


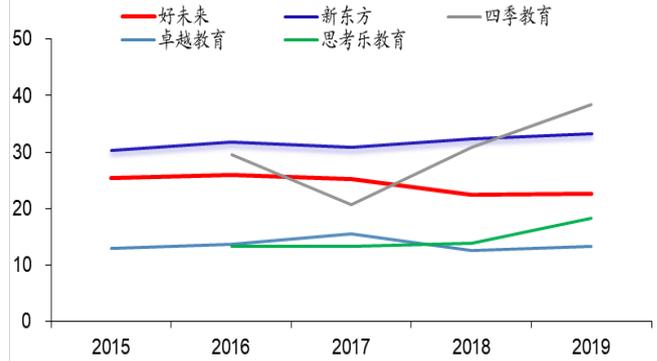
资料来源: 公司各期财报, 海通证券研究所

图41 新东方净利率、管理/销售费用率及学习中心增速 (%)


资料来源: WIND, 海通证券研究所

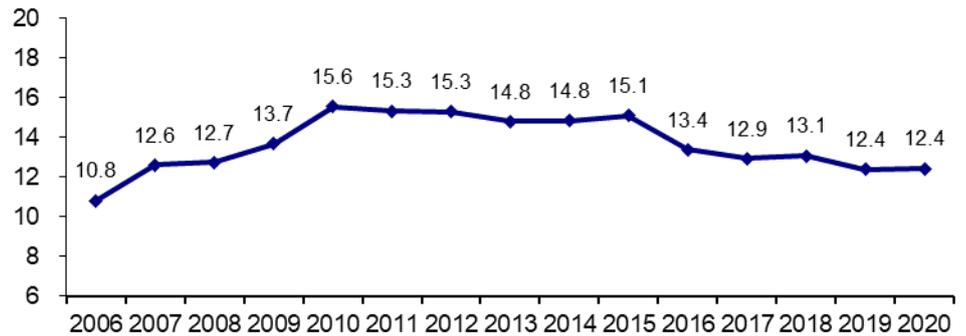
图42 培训机构销售费用率 (%)


资料来源: WIND, 海通证券研究所

图43 培训机构管理费用率 (%)


资料来源: WIND, 海通证券研究所

销售费用率稳中有降, 口碑带动营销宣传。整体来看, 新东方自上市以来的销售费用率的变化可分三个阶段: ①**上升期**: 2006-2010 财年销售费用率逐年提高, 此时恰逢新东方在各线城市快速扩张新东方学校与学习中心, 2007-2010 财年, 新东方学校/新东方学习中心由 35 所/120 个增长至 48 所/319 个, CAGR 分别为 11.1%/34.9%, 异地扩张一定程度上带动销售费用率的提升; ②**平稳期**: 2011-2015 财年销售费用率稳定在 15% 左右, 公司扩张速度放缓, 新东方学校由 54 所增长至 60 所, 仅增 6 所, 学习中心由 433 个增长至 664 个; ③**下降期**: 2016 财年至今销售费用率呈现下降趋势, 2016-2020 财年新东方学校/新东方学习中心由 66 所/682 个迅速增长至 104 所/1361 个, CAGR 分别为 12.0%/18.9%, 经过数年的过渡期之后进入新一轮扩张周期, 本次大幅扩张并未带动销售费用率提升, 一定程度上反映出新东方品牌认可度提升, 口碑带动营销宣传。

图44 新东方销售费用率变化 (%)


资料来源: wind, 海通证券研究所

3.3 回报率: ROE 及 ROIC 总体趋势向下, 2020 财年均有回升

新东方 ROE 近七年来处于行业上游水平, 近年总体趋势向下。2019 财年 ROE 骤降至 10.94%, 在 2020 财年回升到 16.23%。

表 11 教培行业 ROE 趋势 (%)

公司	2015FY	2016FY	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY
好未来	23.43	27.42	21.62	17.52	17.89	-4.41
新东方	17.19	17.13	17.79	16.13	10.94	16.23
四季教育			21.51	10.86	-0.09	-16.30
精锐教育	-24.20	-157.23	185.77	37.48	23.18	
思考乐教育			118.69	103.06	28.35	
卓越教育			15.20	12.51	19.09	

资料来源: Wind, 海通证券研究所

新东方 ROIC 近年总体趋势向下, 2019 财年 ROIC 为 8.15%, 为近几年 ROIC

最低，处于行业中下游水平。2020 财年 ROIC 为 9.64%，同比略有回升。

表 12 教培行业 ROIC 趋势(%)

公司	2015FY	2016FY	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY
好未来	29.22	22.23	12.01	10.89	15.42	-3.61
新东方	14.57	14.83	14.22	11.81	8.15	9.64
四季教育			32.86	33.88	-0.18	-21.12
精锐教育	-24.2	21.44	21.15	12.21	6.68	
思考乐教育			10.09	17.65	11.33	
卓越教育		12.53	8.31	6.22	7.65	

资料来源: Wind, 各公司各期财报, 海通证券研究所

杜邦分析。分拆 ROE 主要要素，我们判断新东方 2019 财年 ROE 骤降源于公司销售净利率出现大幅度下滑。我们认为，销售净利率下滑源于 2019 财年营业成本的上升：新东方持续开拓新的学习中心，雇佣更多教师。公司资产周转率处于行业落后水平。2020 财年年报显示，新东方销售净利率为 9.92%，资产周转率为 0.64 次，权益乘数 2.20 倍。

表 13 ROE 拆分 (%)

指标	公司	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY
销售净利率 (%)	好未来	10.78	11.35	14.22	-3.90
	新东方	15.38	12.14	7.36	9.92
	精锐教育	11.82	7.49	4.16	
	卓越教育	5.74	5.01	7.36	
	四季教育	8.53	13.92	-0.44	
	思考乐教育	7.71	14.23	13.09	
资产周转率 (次)	卓越教育	1.14	1.19	0.87	
	精锐教育	1.1	0.88	0.78	
	好未来	0.72	0.7	0.76	0.70
	思考乐教育	1.26	1.16	0.74	
	新东方	0.68	0.71	0.72	0.64
权益乘数 (倍)	四季教育	1.05	0.55	0.39	
	精锐教育	13.41	4.97	4.85	
	思考乐教育	12.25	6.25	2.92	
	卓越教育	3.12	2.82	2.96	
	好未来	2.67	2.16	1.65	1.86
新东方	1.71	1.88	1.98	2.20	
四季教育	2.36	1.33	1.26		

资料来源: Wind, 海通证券研究所

3.4 现金流：经营活动现金流行业领先，投资活动活跃

2015-2019 财年，新东方经营活动现金流净额一直处于行业领先水平。自 2015 至 2020 财年，新东方经营活动现金流净额逐年增长，从 2015 财年的 23 亿元增长到 2020 财年的 57 亿元。2020 财年，好未来经营活动现金流净额略超过新东方。

2015-2019 财年，公司投资活动现金流净额范围大致在 20~46 亿元区间，公司经营活动净现金足以支撑投资活动所需，无需借助融资活动来弥补资金缺口。2020 财年投资活动净现金急剧增加，经营活动现金流不足以支撑，这也体现在了自由现金流的结果中。公司投资活动现金流急剧增加，原因在于公司新增购买土地使用权，相关设备和装置，以及大量的定期存款投资和短期投资。

2018 财年，公司自由现金流表现强劲，为 40.13 亿元，随后的 2019 及 2020 财年均有所下滑。2020 财年自由现金流同比下降 9.58%。我们认为，这是由于 2020

财年资本性支出较前几年有大幅度增加，而经营活动现金流并无大幅度增加导致。

表 14 经营活动现金流净额 (亿元)

公司	2015FY	2016FY	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY
新东方	22.90	34.07	42.42	50.10	55.58	57.37
好未来	9.07	12.29	24.72	43.37	13.00	59.97
四季教育		0.01	0.01	0.96	0.53	0.82
精锐教育	3.96	6.14	7.73	8.67	3.45	
思考乐教育		1.07	1.74	1.13	3.00	
卓越教育	-0.42	-1.91	-4.00	-0.61	-7.37	

资料来源: Wind, 各公司各期财报, 海通证券研究所

表 15 新东方现金流 (亿元)

项目	2015FY	2016FY	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY
经营活动	22.90	34.07	42.42	50.10	55.58	57.37
投资活动	-10.61	-20.38	-46.14	-26.09	-39.65	-89.60
融资活动	-2.71	0.36	0.64	-4.80	18.40	-1.27
自由现金流	16.01	23.46	28.03	40.13	21.74	19.84

资料来源: Wind, 各公司各期财报, 海通证券研究所

表 16 新东方近三年投资情况(百万美元)

2018FY		2019FY		2020FY	
目标	投资规模	目标	投资规模	目标	投资规模
迅竞科技		北京乐学通	2.95	乐乐课堂	40
厦门神州鹰	14.83	北京凯声文化传媒	7.3	苏州腾邦科技	2.95
顶思教育		北京视知传媒	50		
八州水教育					
盒子鱼英语	11.44				
北京极客星	3.1				

资料来源: S&P Capital IQ 导出新东方 transaction summary 海通证券研究所

4. 盈利预测: 预计 2021-2023 财年归母净利各 5.73、9.32、12.76 亿美元

基于以上分析，我们对公司的盈利预测包括以下主要假设：

(1) 收入拆分 (以人民币计)：①2021-2023 财年教育服务收入同比各增 16%、41%、27%。其中海外备考业务收入同比各增-25%、17%、5%；优能中学教育收入同比各增 27%、40%、28%；泡泡少儿教育收入同比各增 22%、38%、27%；新东方在线收入同比各增 57%、109%、45%；其他课程收入同比各增-44%、7%、3%。②2021-2023 财年图书及其他收入同比各增-16%、7%、6%。其中海外咨询业务收入同比各增-14%、6%、5%；图书收入同比各增-21%、9%、8%。

表 17 新东方收入预测拆分表 (百万元人民币)

	2018FY	2019FY	2020FY	2021FYe	2022FYe	2023FYe
营业总收入 (百万元)	15921	20983	25086	28403	39439	49787
yoy (%)		32%	20%	13%	39%	26%
教育服务 (百万元)	14,096	18,873	22,640	26343	37244	47468
yoy (%)		29%	34%	20%	16%	41%
海外备考业务 (百万元)	2,914	3,231	2,960	2,215	2,583	2,714
yoy (%)		7%	11%	-8%	-25%	17%
优能中学教育 (百万元)	6,257	8,603	11,389	14,441	20,276	26,021
yoy (%)		38%	38%	32%	27%	40%
泡泡少儿教育 (百万元)	3,089	4,197	5,970	7,293	10,088	12,801
yoy (%)		44%	36%	42%	22%	38%
新东方在线 (百万元)	651	919	1,081	1,695	3,548	5,161
yoy (%)		46%	41%	18%	57%	109%
其他课程 (百万元)	1,201	1,922	1,239	699	749	771
yoy (%)		7%	60%	-36%	-44%	7%
图书及其他 (百万元)	1,825	2,110	2,446	2,060	2,196	2,319
yoy (%)		40%	16%	16%	-16%	7%
海外咨询业务 (百万元)	1,465	1,658	1,932	1,656	1,755	1,843
yoy (%)		50%	13%	17%	-14%	6%
图书 (百万元)	359	452	514	404	440	476
yoy (%)		12%	26%	14%	-21%	9%

资料来源: 公司 2018-2020 财年年报, 海通证券研究所

(2) 费用: 假设各主要费用保持平稳增长, 则预计 2021-2023 财年销售费用率各 12.9%、12.7%、12.4%, 管理费用率各 29.7%、28.9%、28.3%。

综上, 我们预测公司 2021-2023 财年收入各 41.30 亿美元 (+15.4%)、58.00 亿美元 (+40.4%)、73.22 亿美元 (+26.2%); 归母净利各 5.73 亿美元 (+38.6%)、9.32 亿美元 (+62.7%)、12.75 亿美元 (+36.9%), 对应 2021-2023 财年 EPS 分别为 3.37 美元、5.48 美元、7.50 美元。

表 18 新东方损益表预测 (百万美元)

	2018FY	2019FY	2020FY	2021FYe	2022FYe	2023FYe
营业总收入 (百万美元)	2447	3096	3579	4130	5800	7322
同比增长 (%)		36.0%	26.5%	15.6%	15.4%	40.4%
营业成本 (百万美元)	1066	1376	1589	1779	2320	2891
毛利率 (%)	56.45%	55.55%	55.60%	56.92%	60.00%	60.52%
销售费用 (百万美元)	324	383	441	539	730	901
销售费用率 (%)	13.24%	12.38%	12.34%	12.88%	12.69%	12.44%
管理费用 (百万美元)	737	964	1090	1241	1663	2050
管理费用率 (%)	30.11%	31.18%	30.49%	29.67%	28.89%	28.29%
财务费用 (百万美元)	85	98	116	141	128	193
财务费用率 (%)	3.47%	3.15%	3.24%	3.41%	2.21%	2.63%
营业利润 (百万美元)	348	403	515	712	1215	1672
利润总额 (百万美元)	357	314	489	737	1223	1681
所得税费用 (百万美元)	-59	-86	-134	-184	-306	-420
有效所得税率 (%)	-16.66%	-27.34%	-27.46%	-25.00%	-25.00%	-25.00%
少数股东损益 (百万美元)	-1	10	58	20	15	15
归母净利润 (百万美元)	296	238	413	573	932	1275
净利润率 (%)	12.1%	7.7%	11.6%	13.9%	16.1%	17.4%
摊薄每股收益	1.75	1.40	2.43	3.37	5.48	7.50

注: 因汇率波动, 公司以美元计的收入增速与以人民币计的收入增速有所不同
 资料来源: 海通证券研究所

公司 IPO 募集资金中约 40% 用于改善 OMO 系统, 约 30% 用于地区扩张。OMO 的本质在于在原有的纯线下场景或纯线上场景已经无法产生更大的边际收益时, 通过线上线下相融合, 利用互联网技术的优势, 结合线下产品与场景, 大幅提升效率与品质, 产生更多的收入、利润、口碑。公司通过教育 OMO 模式结合线上线下优势, 与传统纯线下或纯线上相比, 落实效果更好、获客成本更低; 有望跨越时空障碍、放大教师产能; 增加教师积极性、降低教师管理难度。

我们认为, 疫情加速了教育行业的优胜劣汰。疫情期间, 各地开学推迟, 在现金流

表 20 DCF 企业股票价值对永续增长率与 WACC 的敏感度分析 (百万美元)

		Perpetuity Growth (%)						
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
WACC (%)	5.5%	50,419	54,547	59,591	65,897	74,004	84,814	99,948
	6.0%	45,894	49,246	53,269	58,186	64,332	72,234	82,770
	6.5%	42,074	44,839	48,107	52,029	56,822	62,813	70,516
	7.0%	38,808	41,119	43,815	47,001	50,824	55,497	61,338
	7.5%	35,985	37,938	40,191	42,819	45,926	49,654	54,210
	8.0%	33,522	35,188	37,092	39,289	41,853	44,882	48,517

资料来源: 海通证券研究所

表 21 DCF 企业股票每股价格对永续增长率与 WACC 的敏感度分析 (港元)

		Perpetuity Growth (%)						
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
WACC (%)	5.5%	2,296.3	2,484.3	2,714.0	3,001.2	3,370.4	3,862.7	4,552.0
	6.0%	2,090.2	2,242.9	2,426.1	2,650.0	2,929.9	3,289.8	3,769.7
	6.5%	1,916.2	2,042.1	2,191.0	2,369.6	2,587.9	2,860.7	3,211.6
	7.0%	1,767.5	1,872.7	1,995.5	2,140.6	2,314.7	2,527.5	2,793.6
	7.5%	1,638.9	1,727.8	1,830.4	1,950.2	2,091.6	2,261.4	2,468.9
	8.0%	1,526.7	1,602.6	1,689.3	1,789.4	1,906.1	2,044.1	2,209.7

资料来源: 海通证券研究所

表 22 可比公司估值表 (倍, 更新至 20210118)

简称	好未来	中公教育	豆神教育
PE (2021E)	128.79	67.32	31.47
EV/EBITDA (2021E)	164.16	55.11	19.13

注: 好未来取 2021 财年彭博一致预期, 中公教育、豆神教育取 2021 年 wind 一致预期。

资料来源: 彭博, wind, 海通证券研究所

5. 风险提示

教师流失风险: 公司依赖敬业称职的教师队伍, 若无法继续聘用, 培训及留存合格教师, 公司可能无法在整个学校网络中保持一贯的教学质量, 而公司的品牌, 业务及经营业绩可能受到重大不利影响。

扩张过快导致经营管理不善: 未能有效及高效地管理学校网络的扩展可能对公司把握新商机的能力造成重大不利影响。

竞争加剧风险: 公司提供的各主要课程及经营所在的各地区市场均面临竞争激烈, 若公司未能进行有效竞争, 可能会失去市场份额, 盈利能力可能会受到不利影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020FY	2021FYe	2022FYe	2023FYe	利润表 (百万美元)	2020FY	2021FYe	2022FYe	2023FYe
每股指标 (美元)					营业总收入	3,579	4,130	5,800	7,322
每股收益	2.43	3.37	5.48	7.50	营业成本	1,589	1,779	2,320	2,891
每股净资产	16.06	19.89	25.20	32.71	毛利率%	55.6%	56.9%	60.0%	60.5%
每股经营现金流	4.73	0.86	12.38	14.78	营业费用	441	539	730	901
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用率%	12.3%	12.9%	12.7%	12.4%
价值评估 (倍)					管理费用	1,090	1,241	1,663	2,050
P/E	73.00	52.67	32.37	23.65	管理费用率%	30.5%	29.7%	28.9%	28.3%
P/B	11.04	8.91	7.04	5.42	EBIT	399	572	1,087	1,479
P/S	8.43	7.31	5.20	4.12	财务费用	116	141	128	193
EV/EBITDA	561.47	423.67	327.29	186.01	财务费用率%	3.2%	3.4%	2.2%	2.6%
股息率 (%)					资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
盈利能力指标 (%)					营业利润	515.12	712.23	1215.36	1672.38
毛利率	55.6%	56.9%	60.0%	60.5%	营业外收支	28.52	28.52	17.78	24.94
净利润率	11.6%	13.9%	16.1%	17.4%	利润总额	489.24	737.21	1222.72	1680.92
净资产收益率	15.1%	16.9%	21.7%	22.9%	EBITDA	550.01	711.03	1259.75	1691.87
资产回报率	6.3%	8.3%	10.3%	11.0%	所得税	-134.36	-184.30	-305.68	-420.23
投资回报率	9.3%	9.6%	14.2%	18.1%	有效所得税率%	-27.5%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
盈利增长 (%)					少数股东损益	58.47	20.00	15.00	15.00
营业收入增长率	15.6%	15.4%	40.4%	26.2%	归属母公司所有者净利润	413.35	572.91	932.04	1275.69
EBIT 增长率	32.2%	43.2%	90.2%	36.1%					
净利润增长率	73.6%	38.6%	62.7%	36.9%					
偿债能力指标					资产负债表 (百万美元)	2020FY	2021FYe	2022FYe	2023FYe
资产负债率	56.2%	49.3%	51.5%	51.2%	货币资金	915	605	2,220	4,317
流动比率	1.52	1.30	1.42	1.60	应收款项	57	80	112	137
速动比率	1.50	1.28	1.40	1.59	存货	31	41	50	63
现金比率	1.42	1.19	1.33	1.52	其它流动资产	150	155	156	154
经营效率指标 (%)					流动资产合计	3,756	3,483	5,141	7,275
应收帐款周转天数	5.82	7.04	7.06	6.85	长期股权投资	431	431	431	431
存货周转天数	7.20	8.46	7.91	7.97	固定资产	2,098	2,697	3,162	3,530
总资产周转率	0.55	0.60	0.64	0.63	无形资产	111	111	111	111
固定资产周转率	1.71	1.53	1.83	2.07	非流动资产合计	2,800	3,426	3,917	4,301
现金流量表 (百万美元)	2020FY	2021FYe	2022FYe	2023FYe	资产总计	6,557	6,909	9,058	11,576
净利润	413	573	932	1,276	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	58	20	15	15	应付账款	33	44	55	68
非现金支出	203	201	173	212	预收账款	1,324	1,700	2,315	2,917
非经营收益	10	2	0	0	其它流动负债	612	299	370	427
营运资金变动	-510	-170	-897	-883	流动负债合计	2,479	2,687	3,627	4,546
经营活动现金流	804	147	2,107	2,515	长期借款	118	347	546	726
投资活动现金流	-1,256	-765	-663	-597	其它长期负债	1,090	374	494	652
债权募资	20	230	199	179	非流动负债合计	1,208	721	1,041	1,378
股权募资	4	0.1	0.0	0	负债总计	3,687	3,408	4,668	5,924
其他	-41	79	-28	1	实收资本	1.59	1.70	1.70	1.70
融资活动现金流	-18	308	171	180	归属于母公司所有者权益	2,733	3,385	4,289	5,566
现金净流量	-499	-311	1,615	2,098	少数股东权益	137	117	102	87
					负债和所有者权益合计	6,557	6,909	9,058	11,576

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 19 日; (2) 以上各表均为简表
 资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

汪立亭 批发与零售贸易行业, 社会服务行业
许樱之 社会服务行业

本人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。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解, 清晰准确地反映了作者的研究观点, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 小商品城, 爱美客, 太阳纸业, 京东集团-SW, 广州酒家, 索菲亚, 富森美, 中国东方教育, 华熙生物, 九毛九, 永辉超市, 海底捞, 裕同科技, 安克创新, 山鹰国际, 步步高, 美吉姆, 重庆百货, 周大生, 美团-W, 老凤祥, 锦江酒店, 王府井, 小米集团-W, 丸美股份, 永艺股份, 红旗连锁, 阿里巴巴-SW, 丽人丽妆, 爱婴室

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com
联系人
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com
侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
联系人
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com
邵飞(021)23219819 sf13370@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
张向伟(021)23154141 zwx10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zpx12149@htsec.com
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相美(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
孟陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com
朱赵明 zzm12569@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
联系人
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com
郝蕾 23963569 hl12742@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
汪立亭(021)23219399 wanglit@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 周旭辉 zXH12382@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 l yj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 陈宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lfh12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒珺 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021)23219356 ddl13026@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许樱之(0755)82900465 xyz11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com
 滕雪竹 txz13189@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com
 董晓梅 dxm10457@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 郭金垚(010)58067851 gjy12727@htsec.com
 张钧博 zjb13446@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com