教育

线上教育曙光熹微；维持对新东方和好未来的长期推荐

调研纪要

要点

中金公司 TMT 团队于 9 月 21 日在北京举办了教育行业论坛，来自 K-12、在线教育、职业教育和早教领域的专家分享了各自的观点，并与投资者进行了深入交流。会议纪要重点包括：

K-12 市场仍然高度分散，目前 K-12 培训机构中全国性的品牌有：小班授课领域的主导品牌新东方和好未来；以及深耕 1 对 1 辅导培训的学大教育和龙文教育。新东方和好未来在品牌知名度、师资以及资金上具备优势，因此扩张势头迅猛。中间品牌面临的压力较大，地域性教育机构的扩区发展仍然困难重重，地方性品牌仍将长期存在，但民促法改革或将采取更严格的税费管理导致小机构面临更高的经营成本。班级规模正在变小，但 1 对 1 辅导的形式利润率低下，难以覆盖优秀老师的成本，而接受 1 对 1 培训的学生却对教学效果要求甚高，目前看来唯有线上发展将成为解决此矛盾的有效途径。

在线教育是 K-12 的发展趋势，但是尚未形成清晰的商业模式。目前教学效率的提升主要依赖工具类产品的创新。从受众群体而言，高中生相对低年级学生更加自律，因此更容易适应在线辅导的形式。在投资方面，相较于 B2B2C 平台和 O2O 公司而言，因内容在教育行业的重要性其供应商将可能迎来更好的投资机会，此外技术和数据的发展也会为价值链带来提升从而吸引资本。

好未来和新东方的管理层对于公司未来 3 至 5 年的收入增长和利润率都充满了信心，并预期公司将继续抢占地方性教育机构的市场份额。目前双方都在互相渗透进入彼此的主导市场，例如新东方正在测试双师课堂项目，而好未来也在努力发展留学考培市场。行业的低集中度将持续支撑这两家龙头公司的增长势头。目前新东方和好未来的直接竞争仍集中在北京地区（双方各自占有约 7~8%的市场份额），但在其他地方市场双方都在忙于与当地机构竞争，鲜有正面对决。

建议

考虑到市场的稳健增长以及逐步整合趋势，**维持对新东方和好未来的长期推荐评级，**目标价不变。

风险

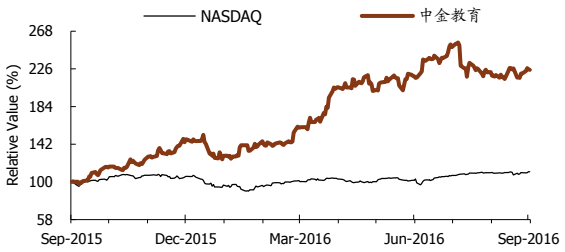
政策风险。

股票名称	评级	目标价格	P/E (x) 2016E	2017E
新东方-US	推荐	53.00	26.6(a)	19.8(a)
好未来-US	推荐	77.00	47.4(a)	31.0(a)

标有(a)的数值所对应的年份为本列顶部所示年份之后的一年

中金一级行业

可选消费



相关研究报告

- 好未来-US | 全资收购唯佳，继续完善 K-12 培训服务产业链 (2016.09.06)
- 枫叶教育-H | 上行空间有限，运营风险增加；下调至中性 (2016.07.28)
- 好未来-US | 17 财年 1 季度收入增长强劲；区域性市场整合加速 (2016.07.28)
- 新东方-US | K-12 发展增长继续提速，利润率改善可期；上调至推荐评级 (2016.07.21)
- 好未来-US | 专注 K-12 小班课外辅导；地域性扩张稳步执行 (2016.07.20)
- 新东方-US | 全国性线下布局助力转型和整合 (2016.07.18)

资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

吴越，CFA
分析员
natalie.wu@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080515100002
SFC CE Ref: BDI411

杨晓宇
联系人
xiaoyu.yang@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080116040045

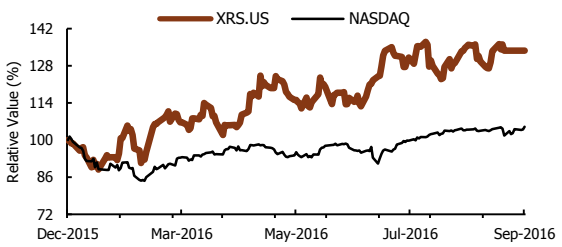
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

好未来

增长前景光明，利润率改善即将到来

维持推荐

股票代码	XRS.US
评级	推荐
最新收盘价	美元 68.94
目标价	美元 77.00
52 周最高价/最低价	美元 66.38~41.34
总市值(亿)	美元 60
30 日日均成交额(百万)	美元 37.93
发行股数(百万)	81
其中：自由流通股(%)	N.A.
30 日日均成交量(百万股)	0.59
主营行业	教育



(美元 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E
净收入	434	620	912	1,319
增速	38.3%	42.9%	47.0%	44.7%
净利润	67	103	85	136
增速	10.8%	53.2%	-17.8%	60.7%
非通用准则净利润	86	129	123	189
增速	24.1%	50.4%	-4.1%	52.8%
每股净利润	0.82	1.12	1.00	1.60
非通用准则每股净利润	1.05	1.41	1.46	2.23
每股净资产	3.83	4.82	6.20	7.80
每股销售额	5.31	6.77	10.75	15.56
每股经营现金流	1.80	2.05	3.81	4.84
市盈率	84.0	61.3	69.1	43.0
非通用准则市盈率	65.9	49.0	47.4	31.0
市净率	18.0	14.3	11.1	8.8
市销率	13.0	10.2	6.4	4.4
平均总资产收益率	14.3%	14.0%	10.1%	11.9%
平均净资产收益率	29.8%	34.1%	25.5%	31.8%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

要点

管理层表示未来三年的主要战略包括：地域扩张、扩大年级覆盖以及单价提升。传统线下教学中心以覆盖 40 座城市为目标，另通过双师课堂满足 100~150 座城市的需求。

业绩指引：预计未来 3-5 年收入将维持 30~50%的 CAGR；FY17 教室数预计将同比增长 40~50%（其中由新进入城市贡献约 5%），未来三年内的教室容量增长将控制在同比 40%左右。Non-GAAP 经营利润率现阶段受到扩张举措影响、水平较低（FY17Q1 为 13.3%），预计未来合理水平将在 18~20%。

高中部门招生人数正逐步增长，目前在北京地区高中生人数占据总学生人数的 26~27%；初中生约占 35%。由于好学生考试表现更好、付费意愿更高且购买能力更强，培优课程仍将维持现在的招收比例，未来 3~5 年内的入学测评仍将保持 35~40%淘汰比例。目前学生人均付费约为 1.3~1.4 万元；在北京，平均每人学习 1.8 科课程，在其他城市为 1.3~1.4 科。

双师课堂已在北京、南京和郑州进行试点，预计未来 5 至 10 年内对收入形成显著贡献。**海边直播**在 2~3 年后贡献可观收入，并将成为公司未来增长驱动力之一。目前每名助教管理 200 名学生（此前为 50 名，计划 2~3 年后提升至 500 名），为管理费用的增加提供经营杠杆。更多的经营杠杆将来自于内容标准化、结构化管理以及 800 人的教研团队。

投资方面，好未来对有利润，或盈利前景好的标的考虑控股，无利润考虑参股；不会考虑水平收购，因整合难度大，将寻求差异化标的。留学培训目前刚起步、营收贡献有限，但考虑留学低龄化趋势以及该板块可观的盈利能力，该业务将成为未来战略发展重点。（例如：启德教育的留学咨询业务的经营利率可达 36%）。

竞争方面，尽管存在地方机构的竞争，好未来并无计划提高教师薪酬，通过信息化、系统化，弱化老师的作用、提高机构粘性。

建议

维持推荐评级及 77 美元目标价不变，目标价对应 35 倍 FY18 市盈率。

吴越，CFA
分析员
natalie.wu@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080515100002
SFC CE Ref: BDI411

杨晓宇
联系人
xiaoyu.yang@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080116040045

财务报表和主要财务比率

财务报表（百万美元）	2015A	2016A	2017E	2018E
利润表				
营业收入	434	620	912	1,319
营业成本	-203	-304	-463	-673
销售管理费用	-164	-235	-346	-501
研发费用	0	0	0	0
其他	0	3	3	4
营业利润	67	85	105	149
财务费用	0	0	0	0
其他利润	-1	49	18	40
利润总额	77	137	116	181
所得税	-9	-33	-26	-40
净利润	67	103	85	136
少数股东损益	0	0	0	0
非通用准则净利润	86	129	123	189
EBITDA	0	0	0	0
资产负债表				
货币资金	471	435	706	1,040
应收账款及票据	0	0	0	0
存货	1	1	1	1
其他流动资产	68	80	92	111
流动资产合计	539	516	798	1,152
固定资产及在建工程	94	115	130	160
无形资产及其他长期资产	16	102	117	138
非流动资产合计	233	546	579	643
资产合计	772	1,061	1,377	1,795
短期借款	0	0	0	0
应付账款	5	10	13	22
其他流动负债	228	373	564	817
流动负债合计	233	383	577	839
长期借款	0	0	0	0
非流动负债合计	226	237	275	295
负债合计	459	621	852	1,134
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	314	441	525	661
负债及股东权益合计	772	1,061	1,377	1,795
现金流量表				
税前利润	77	137	116	181
折旧和摊销	12	19	22	24
营运资本变动	50	86	216	250
其他	8	-55	-31	-45
经营活动现金流	148	188	323	410
资本开支	-31	-35	-52	-76
其他	-115	-180	0	0
投资活动现金流	-146	-215	-52	-76
股权融资	0	0	0	0
银行借款	0	0	0	0
其他	202	1	0	0
筹资活动现金流	202	1	0	0
汇率变动对现金的影响	-3	-9	0	0
现金净增加额	200	-36	270	335

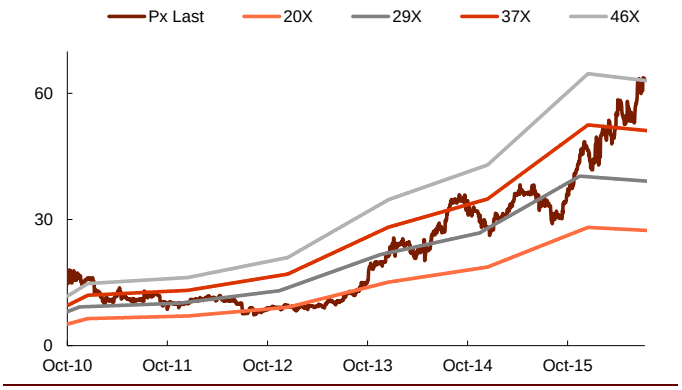
主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	38.3%	42.9%	47.0%	44.7%
营业利润	17.2%	26.5%	24.0%	41.1%
EBITDA	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
净利润	10.8%	53.2%	-17.8%	60.7%
Non-GAAP 净利润	24.1%	50.4%	-4.1%	52.8%
盈利能力				
毛利率	53.2%	51.0%	49.2%	49.0%
营业利润率	15.5%	13.7%	11.6%	11.3%
EBITDA 利润率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润率	15.5%	16.6%	9.3%	10.3%
Non-GAAP 净利润率	19.7%	20.8%	13.5%	14.3%
偿债能力				
流动比率	2.32	1.35	1.38	1.37
速动比率	2.32	1.34	1.38	1.37
现金比率	2.02	1.14	1.22	1.24
资产负债率	59.4%	58.5%	61.9%	63.2%
净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率分析				
总资产收益率	14.3%	14.0%	10.1%	11.9%
净资产收益率	29.8%	34.1%	25.5%	31.8%
每股指标				
每股净利润（美元）	0.82	1.12	1.00	1.60
非通用准则每股净利润（美元）	1.05	1.41	1.46	2.23
每股净资产（美元）	3.83	4.82	6.20	7.80
每股销售额（美元）	5.31	6.77	10.75	15.56
每股经营现金流（美元）	1.80	2.05	3.81	4.84
估值分析				
市盈率	84.0	61.3	69.1	43.0
非通用准则市盈率	65.9	49.0	47.4	31.0
市净率	18.0	14.3	11.1	8.8
EV/EBITDA	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

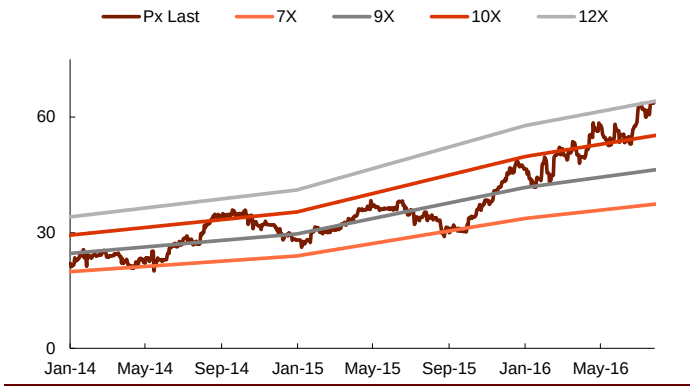
好未来教育是一家中国领先的教育科技企业,主要为中小学生提供系统性的全科辅导课程。经过 10 余年的努力，好未来已经建立了广泛的品牌认知度，旗下子品牌包括：学而思培优、智康 1 对 1、摩比思维馆、学而思网校、家长帮、乐外教、励步英语、海边直播以及国内覆盖面最广的互联网教育信息平台--家长帮。其服务主要覆盖早期教育、K-12 课外辅导、语言教育以及教育信息服务。目前已经扩张至全国 25 个城市，共设立 363 个教学中心。

图表 1: P/E Band



资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

图表 2: P/B Band



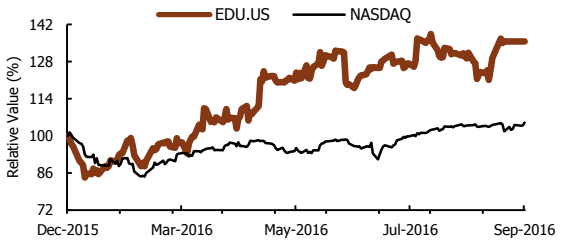
资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

新东方

利润率趋势稳步上升

上调至推荐

股票代码	EDU.US
评级	↑ 推荐
最新收盘价	美元 47.07
目标价	美元 53.00
52 周最高价/最低价	美元 45.37~27.40
总市值(亿)	美元 70
30 日日均成交额(百万)	美元 68.19
发行股数(百万)	157
其中：自由流通股(%)	N.A.
30 日日均成交量(百万股)	1.56
主营行业	教育



(美元 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E
净收入	1,247	1,478	1,770	2,068
增速	9.5%	18.6%	19.8%	16.8%
净利润	193	222	257	351
增速	-10.7%	15.0%	15.8%	36.6%
非通用准则净利润	210	238	279	375
增速	-10.8%	13.1%	17.3%	34.5%
每股净利润	1.23	1.41	1.63	2.23
非通用准则每股净利润	1.34	1.51	1.77	2.38
每股净资产	7.76	8.92	10.54	12.77
每股销售额	7.93	9.38	11.24	13.13
每股经营现金流	2.38	2.84	2.73	3.55
市盈率	38.4	33.5	28.9	21.1
非通用准则市盈率	35.2	31.2	26.6	19.8
市净率	6.1	5.3	4.5	3.7
市销率	5.9	5.0	4.2	3.6
平均总资产收益率	11.8%	11.1%	10.9%	12.4%
平均净资产收益率	18.7%	18.1%	18.2%	20.4%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

要点

指引：管理层预计 FY17 年人民币收入同比增长 20%，且之后维持在同比增长 15~20%水平。GAAP 经营利率未来 3 至 4 年将提升至 17~18%(FY15 年的 12.3%为最低水平)。公司计划在 FY17 年新增 30~40 个学习中心，利用率长期目标将提升为 30%（目前为 19~20%）。

K-12 业务：FY1Q17 同比增长 30%，今年下半年增速有望超过 40%；利润率也将有所改善。受益于价格提升，**留学考培业务** FY17 年预计同比增长 8~9%；公司同时也为该业务开发了 VPS 系统，并已在 3~4 座城市试运行，计划于明年推出。基于目前的低渗透率和未来与出国考培业务发挥协同效应的预期，**留学咨询业务**收入预计同比增长 20%。**国内考培业务**预计同比缩减 5~10%。**在线业务**在未来 5-10 年收入占比仍然有限（过去 12 个月收入占比约为 3%），但是同比增速有望达到 40~50%。

平均而言，在线学习行业的学生人均获取成本为：VIP 课程约 2,000 元，小班额课程约 1,000 元，而新东方线上教育仅为 200 元，人均收入为 1,300-1,500 元。**线上业务已经实现盈利，**线上线下利润率刚开始几年差异不会太大，线上没有房租，但是有了带宽，而教师成本差不多。但是未来带宽成本能下降，但线下学校的房租成本只会上升；且线上对机器的使用也会更多。计划知识难点采用录播课程，从而以直播和录播结合来调控成本。

暑期促销报名约 19 万人次，其中~50%来自北京，秋季班留存率为 40~50%（此前业绩会上指引 50~60%）。留存率主要受到北京地区的拖累（北京地区对语数外三门科目进行促销，而其他城市仅有数学参加促销）。管理层表示留存率达到 20~30% 即可盈亏平衡。

新东方管理层变动后，俞敏洪先生将继续负责公司战略、政府关系以及营销计划。新任 CEO 周成刚先生将分担管理运营工作，并仍然向俞敏洪先生直接汇报。

建议

维持推荐评级和 53 美元目标价不变，目标价对应 22 倍 FY18 年 P/E。

吴越，CFA
分析员
natalie.wu@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080515100002
SFC CE Ref: BDI411

杨晓宇
联系人
xiaoyu.yang@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080116040045

财务报表和主要财务比率

财务报表（百万美元）	2015A	2016A	2017E	2018E
利润表				
营业收入	1,247	1,478	1,770	2,068
营业成本	-526	-614	-732	-848
销售管理费用	0	0	0	0
研发费用	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
营业利润	154	195	243	323
财务费用	0	0	0	0
其他利润	0	68	62	83
利润总额	220	264	305	405
所得税	-26	-38	-44	-59
净利润	193	222	257	351
少数股东损益	0	0	0	0
非通用准则净利润	210	238	279	375
EBITDA	201	240	291	378
资产负债表				
货币资金	531	709	1,052	1,515
应收账款及票据	4	4	5	6
存货	24	27	31	36
其他流动资产	789	1,129	1,148	1,169
流动资产合计	1,349	1,869	2,235	2,725
固定资产及在建工程	231	238	269	308
无形资产及其他长期资产	15	13	16	17
非流动资产合计	603	485	523	567
资产合计	1,952	2,355	2,758	3,292
短期借款	0	0	0	0
应付账款	18	21	23	27
其他流动负债	707	897	1,046	1,226
流动负债合计	725	918	1,070	1,253
长期借款	0	0	0	0
非流动负债合计	2	2	2	2
负债合计	728	920	1,072	1,255
少数股东权益	3	30	30	30
股东权益合计	1,220	1,405	1,661	2,012
负债及股东权益合计	1,948	2,325	2,733	3,267
现金流量表				
税前利润	220	264	305	405
折旧和摊销	47	45	48	55
营运资本变动	119	188	125	153
其他	-12	-49	-48	-55
经营活动现金流	374	448	430	560
资本开支	-55	-21	-83	-96
其他	-118	-209	0	0
投资活动现金流	-173	-230	-83	-96
股权融资	11	0	0	0
银行借款	0	0	0	0
其他	-56	-44	0	0
筹资活动现金流	-44	-44	0	0
汇率变动对现金的影响	3	0	0	0
现金净增加额	160	173	347	463

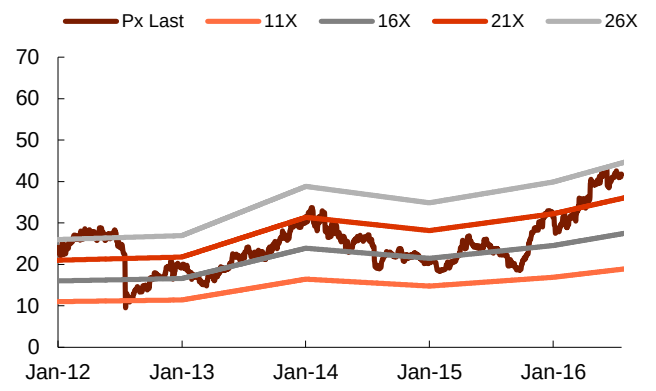
主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	9.5%	18.6%	19.8%	16.8%
营业利润	-20.8%	27.1%	24.5%	32.9%
EBITDA	-15.5%	19.7%	21.1%	29.8%
净利润	-10.7%	15.0%	15.8%	36.6%
Non-GAAP 净利润	-10.8%	13.1%	17.3%	34.5%
盈利能力				
毛利率	57.8%	58.4%	58.6%	59.0%
营业利润率	12.3%	13.2%	13.7%	15.6%
EBITDA 利润率	16.1%	16.3%	16.4%	18.3%
净利润率	15.5%	15.0%	14.5%	17.0%
Non-GAAP 净利润率	16.9%	16.1%	15.8%	18.1%
偿债能力				
流动比率	1.86	2.04	2.09	2.17
速动比率	1.83	2.01	2.06	2.15
现金比率	0.73	0.77	0.98	1.21
资产负债率	37.3%	39.1%	38.9%	38.1%
净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率分析				
总资产收益率	11.8%	11.1%	10.9%	12.4%
净资产收益率	18.7%	18.1%	18.2%	20.4%
每股指标				
每股净利润（美元）	1.23	1.41	1.63	2.23
非通用准则每股净利润（美元）	1.34	1.51	1.77	2.38
每股净资产（美元）	7.76	8.92	10.54	12.77
每股销售额（美元）	7.93	9.38	11.24	13.13
每股经营现金流（美元）	2.38	2.84	2.73	3.55
估值分析				
市盈率	38.4	33.5	28.9	21.1
非通用准则市盈率	35.2	31.2	26.6	19.8
市净率	6.1	5.3	4.5	3.7
EV/EBITDA	34.2	28.0	22.0	15.7
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

新东方教育科技集团是中国最大的民营教育集团。由 1993 年 11 月 16 日成立的北京新东方学校发展壮大而来，目前集团业务涵盖语言培训，中小学生课外辅导，出国留学综合服务，在线教育以及教育内容生产和传播，是一家集教育培训、教育产品研发、教育服务等于一体的大型综合性教育科技集团。

图表 3: P/E Band



资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

图表 4: P/B Band

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

图表 5: 可比公司估值表

公司	代码	股价货币	会计报表货币	评级	股价	市值	交易量	PEG	市盈率			非通用准则市盈率			扣除现金后的市盈率			市销率		
					2016-09-25	(百万 美元)		16E	15A	16E	17E	15A	16E	17E	15A	16E	17E	15A	16E	17E
教育公司																				
教育中概股																				
好未来	TAL-US	USD	USD	BUY	68.94	5,576	0.6	1.2	53.9	67.5	40.2	46.3	49.0	32.9	42.8	41.4	24.2	5.0	3.4	2.4
新东方	EDU-US	USD	USD	BUY	47.07	7,387	1.4	1.2	32.9	28.3	22.9	30.6	26.3	21.4	25.6	21.8	16.7	5.0	4.3	3.7
达内科技	TEDU-US	USD	USD		14.51	808	0.4	0.5	27.4	22.7	17.4	25.0	20.3	15.7	26.0	17.4	12.2	3.5	2.8	2.2
正保远程教育	DL-US	USD	USD		12.8	427	0.1	n.a.	18.8	19.2	17.0	17.5	18.6	16.7	14.1	17.4	15.2	3.9	3.7	3.3
综合网站																				
阿里巴巴	BABA-US	USD	CNY	HOLD	106	264,499	21.4	1.3	63.6	24.5	52.8	47.0	39.7	32.4	71.3	37.3	30.9	21.5	17.1	11.6
百度	BIDU-US	USD	CNY	BUY	196.03	67,875	2.7	36.0	12.8	47.7	32.6	37.9	42.5	30.6	34.3	37.4	26.0	5.0	4.9	4.0
腾讯	700-HK	HKD	CNY	BUY	214.2	261,448	15.4	1.1	56.1	41.1	31.4	49.8	39.2	30.1	49.3	38.1	28.2	16.0	11.8	9.0
A/H股教育																				
枫叶教育	1317-HK	HKD	CNY	HOLD	7.02	1,232	13.3	n.a.	33.0	29.3	23.0	36.2	30.0	23.8	31.1	25.3	19.4	11.7	9.9	8.0
成实外教育	1565-HK	HKD	CNY	HOLD	4.15	1,653	3.2	n.a.	69.1	35.2	25.0	68.6	34.0	27.3	75.6	32.7	25.3	14.7	12.4	10.3
科大讯飞	002230-CH	CNY	CNY		29.45	5,713	14.4	3.0	86.6	72.0	55.5	86.6	70.3	52.9	81.3	65.7	49.9	15.4	10.9	7.7
拓维信息	002261-CH	CNY	CNY		13.09	2,182	8.5	n.a.	54.5	34.9	28.2	54.5	34.9	28.2	52.6	n.a.	n.a.	19.1	15.1	12.4
立思辰	300010-CH	CNY	CNY		19.11	2,495	7.1	n.a.	97.7	56.7	39.8	97.5	56.7	39.8	97.8	n.a.	n.a.	16.4	10.2	8.8
勤上光电	300235-CH	CNY	CNY		23.17	550	2.5	n.a.	165.5	n.a.	n.a.	165.5	n.a.	n.a.	162.2	n.a.	n.a.	37.2	n.a.	n.a.
天舟文化	300148-CH	CNY	CNY		19.27	1,878	9.9	n.a.	55.1	38.2	26.8	55.1	38.2	26.8	52.9	n.a.	n.a.	23.1	14.5	9.4
新开普	300248-CH	CNY	CNY		23.23	1,085	3.6	n.a.	110.6	80.1	55.7	110.6	80.1	55.7	109.1	n.a.	n.a.	14.3	9.6	7.3
全通教育	300359-CH	CNY	CNY		26.85	2,551	0.8	n.a.	156.1	62.7	36.0	156.1	62.7	36.0	149.8	n.a.	n.a.	39.6	14.7	8.7
时代出版	600551-CH	CNY	CNY		19.79	1,501	3.2	n.a.	25.5	24.1	20.8	25.4	24.1	20.8	23.9	n.a.	n.a.	1.7	1.4	1.2
新南洋	600661-CH	CNY	CNY		28.2	1,095	2.8	n.a.	121.6	81.3	56.1	121.6	81.3	56.1	117.5	n.a.	n.a.	6.5	5.4	4.4
中国高科	600730-CH	CNY	CNY		12.78	1,124	10.3	n.a.	107.7	12.9	41.2	58.1	12.9	41.2	61.0	n.a.	n.a.	6.2	7.3	5.7
东方时尚	603377-CH	CNY	CNY		42.99	2,707	1.1	n.a.	48.3	53.7	43.6	48.3	53.7	43.6	47.7	n.a.	n.a.	14.1	12.9	11.1
海外教育																				
卡佩拉教育	CPLA-US	USD	USD		57.7	667	0.1	8.2	17.3	17.7	15.9	17.6	17.0	16.1	13.4	15.3	13.6	1.6	1.6	1.5
大峡谷教育	LOPE-US	USD	USD		40.31	1,900	0.2	1.2	14.1	13.2	12.3	14.5	13.1	12.3	14.3	13.7	12.0	2.4	2.2	2.0
大教株式会社	019680-KS	KRW	KRW		8290	636	0.1	0.4	16.8	17.2	15.3	16.8	17.2	15.3	8.1	12.5	10.9	0.9	0.8	0.8
斯特雷耶教育	STRA-US	USD	USD		46.83	520	0.1	n.a.	12.4	14.4	13.2	12.6	14.6	13.3	10.0	11.1	8.6	1.2	1.2	1.1
迪弗莱教育	DV-US	USD	USD		22.78	1,420	0.8	n.a.	10.5	34.8	9.0	9.1	9.6	9.0	6.9	7.5	6.3	0.7	0.8	0.8
美国公共教育	APEI-US	USD	USD		19.465	313	0.1	n.a.	10.0	10.8	13.7	9.4	10.5	12.5	6.2	n.a.	n.a.	1.0	1.0	1.1

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部　注：中金覆盖公司背景为绿色，未覆盖公司背景为白色；所有数据来源于彭博资讯一致预期。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、 38 条、 47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm 获悉。

个股评级标准：“确信买入”(Conviction BUY)：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30%以上；绝对收益在 20%以上的个股为“推荐”、在-10%~20%之间的为“中性”、在-10%以下的为“回避”；绝对收益在-20%以下“确信卖出” (Conviction SELL)。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10%以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10%以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150902
翻译：张懿
编辑：张莹

北京
中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街 1 号
国贸写字楼 2 座 28 层
邮编：100004
电话：(86-10) 6505-1166
传真：(86-10) 6505-1156

上海
中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

香港
中国国际金融（香港）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

深圳
中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道 7088 号
招商银行大厦 25 楼 2503 室
邮编：518040
电话：(86-755) 8319-5000
传真：(86-755) 8319-9229

Singapore
China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

United Kingdom
China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部
北京市建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
邮编：100022
电话：(86-10) 8567-9238
传真：(86-10) 8567-9235

北京科学院南路证券营业部
北京市海淀区科学院南路 2 号
融科资讯中心 A 座 6 层
邮编：100190
电话：(86-10) 8286-1086
传真：(86-10) 8286-1106

上海淮海中路证券营业部
上海市淮海中路 398 号
邮编：200020
电话：(86-21) 6386-1195
传真：(86-21) 6386-1180

上海德丰路证券营业部
上海市奉贤区德丰路 299 弄 1 号
A 座 11 楼 1105 室
邮编：201400
电话：（86-21) 5879-6226
传真：（86-21) 6887-5123

深圳福华一路证券营业部
深圳市福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 201
邮编：518048
电话：(86-755) 8832-2388
传真：(86-755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部
杭州市教工路 18 号
世贸丽晶城欧美中心 1 层
邮编：310012
电话：(86-571) 8849-8000
传真：(86-571) 8735-7743

南京汉中路证券营业部
南京市鼓楼区汉中路 2 号
亚太商务楼 30 层 C 区
邮编：210005
电话：(86-25) 8316-8988
传真：(86-25) 8316-8397

广州天河路证券营业部
广州市天河区天河路 208 号
粤海天河城大厦 40 层
邮编：510620
电话：(86-20) 8396-3968
传真：(86-20) 8516-8198

成都滨江东路证券营业部
成都市锦江区滨江东路 9 号
香格里拉办公楼 1 层、16 层
邮编：610021
电话：(86-28) 8612-8188
传真：(86-28) 8444-7010

厦门莲岳路证券营业部
厦门市思明区莲岳路 1 号
磐基中心商务楼 4 层
邮编：361012
电话：(86-592) 515-7000
传真：(86-592) 511-5527

武汉中南路证券营业部
武汉市武昌区中南路 99 号
保利广场写字楼 43 层 4301-B
邮编：430070
电话：(86-27) 8334-3099
传真：(86-27) 8359-0535

青岛香港中路证券营业部
青岛市市南区香港中路 9 号
香格里拉写字楼中心 11 层
邮编：266071
电话：(86-532) 6670-6789
传真：(86-532) 6887-7018

重庆洪湖西路证券营业部
重庆市北部新区洪湖西路 9 号
欧瑞蓝爵商务中心 10 层及欧瑞
蓝爵公馆 1 层
邮编：401120
电话：(86-23) 6307-7088
传真：(86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部
天津市和平区南京路 219 号
天津环贸商务中心（天津中心）10 层
邮编：300051
电话：(86-22) 2317-6188
传真：(86-22) 2321-5079

大连港兴路证券营业部
大连市中山区港兴路 6 号
万达中心 16 层
邮编：116001
电话：(86-411) 8237-2388
传真：(86-411) 8814-2933

佛山季华五路证券营业部
佛山市禅城区季华五路 2 号
卓远商务大厦一座 12 层
邮编：528000
电话：(86-757) 8290-3588
传真：(86-757) 8303-6299

云浮新兴东堤北路证券营业部
云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼 C1 幢二楼
邮编：527499
电话：(86-766) 2985-088
传真：(86-766) 2985-018

长沙车站北路证券营业部
长沙市芙蓉区车站北路 459 号
证券大厦附楼三楼
邮编：410001
电话：(86-731) 8878-7088
传真：(86-731) 8446-2455

宁波扬帆路证券营业部
宁波市高新区扬帆路 999 弄 5 号
11 层
邮编：315103
电话：(86-0574) 8907-7288
传真：(86-0574) 8907-7328

福州五四路证券营业部
福州市鼓楼区五四路 128-1 号恒力城办公楼
38 层 02-03 室
邮编：350001
电话：(86-591) 8625 3088
传真：(86-591) 8625 3050

CICC
中金公司