

十年深耕中高考，地域龙头乘风起

2017年2月23日

投资要点

- ❖ **陕西省中高考培训龙头企业。**龙门教育是陕西省全日制中高考培训龙头企业，主营业务是面向初中、高中阶段学生提供全日制中高考培训服务、K12 课外培训服务以及教学辅助软件销售。公司核心竞争力为“导师+讲师+专业班主任+分层次滚动化教学+全封闭军事化管理”的“5+”教育模式。(1) **全日制中高考培训：**面向中高考应届生、中高考复读生及高一、高二学生开展全日制培训业务，采取周一至周六全天封闭式教学；(2) **K12 课外培训：**2016 年起面向中小学生开展课外培训业务；(3) **软件销售：**子公司跃龙门有限从事教学软件研发销售，研发软件主要面向内部生源销售及配合线下教学。2015 年公司收入和净利润分别为 1.51 亿元和 4892 万元，同比增长 430%和 1108%。2016 年前三季度实现收入和净利润 1.56 亿元 4345 万元，同比增长 66.69%和 57.75%。
- ❖ **二三线城市孕育巨大机会，中高考复读新兴赛道渐起。**需求端：我们测算 2015/2020 年 K12 课外培训行业市场规模约为 5000 亿元和 1.2 万亿元，5 年 CARG 约 18%。一线城市市场巨大但增速平稳，二三四线城市增长迅速，我们预计一线、二线和三四线城市未来 5 年 CARG 约 10%、20% 和 30%~50%。供给端：我们认为 K12 课外培训行业优质机构的市场占有率将不断提升，布局新兴赛道（如中高考复读、自主招生考试）的机构有望与老牌机构形成错位竞争，在新兴赛道获得先发优势。龙门教育已在西安市深耕中高考培训十余年，有望受益于中高考复读赛道的兴起及二三线城市 K12 课外培训市场的爆发。
- ❖ **全日制中高考培训：拥有较强盈利能力，未来战略扩张重点。**龙门教育目前在西安拥有 5 个校区，2015/2016 年分别完成班型改革和年级延伸，班型增加精品班、实验班和承诺班，年级由中高考应届/复读延伸至高一、高二。龙门教育 2014/15/16 年学生人数分别为 3046/7907/8573 人，2014/2015 年生均收费中考生 8248/13316 元，高考生 10280/20777 元。未来公司计划通过“西安化管理方式输出+扩张城市当地教师资源”方式实现全封闭 VIP 校区全国扩张，2017-2018 年计划在西安以外 5 座城市开设 VIP 校区。我们预计 2017/18 学生人数将增至约 10000/13000 人，预计 2016/17/18 年收入分别为 1.80/2.25/3.38 亿元。
- ❖ **K12 课外培训：布局 16 个城市和 61 个学习中心，扩张模式双策并举。**龙门教育 2016 年新增 K12 课外培训业务，目前在 16 个城市成立子公司，新设 61 家学习中心。公司计划 2017 年 K12 课外培训学习中心增至 70-80 家。我们预计 2016/17 年收入为 1900 万元/1.33 亿元。公司线下直营学习中心的扩张包括两种模式：合伙人模式和产业基金模式。
- ❖ **软件销售：内部生源销售向外部机构销售拓展。**公司已研发成型的产品包括“跃龙门中高考知识点挖掘机”学习 APP、“龙门精讲”课程视频及习题等。公司 2015 年软件销售业务的收入约 2207 万元，毛利率 97.5%；我们预计 2016/17 年收入有望分别增长至 3530/4590 万元。
- ❖ **风险因素。**同业市场竞争风险、规模扩大的管理风险。
- ❖ **盈利预测、估值分析与投资建议。**我们预计龙门教育 2016-2018 年净利润分别为 6948/8222/11771 万元，3 年 CAGR 为 55.1%，2016-2018 年的 EPS 为 0.54/0.63/0.91 元。我们给予龙门教育 19.00 元目标价（目标市值 25.0 亿元和 2017 年 PE 为 30X），首次覆盖给予“买入”评级。

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	28.42	150.63	234.64	404.32	597.30
增长率 YoY(%)	N.A.	430.02	55.77	72.31	47.73
净利润(百万元)	4.05	48.92	69.48	82.22	117.71
增长率 YoY(%)	N.A.	1103.45	42.53	18.34	43.17
每股收益 EPS(元)	0.81	9.78	0.54	0.63	0.91
市盈率 PE(x)	43	6	29	25	17

资料来源：Wind，中信量化投资分析系统



买入 (首次)

当前价：13.50 元

目标价：19.00 元

中信证券研究部

胡雅丽

电话：021-20262103

邮件：huyl@citics.com

执业证书编号：S1010510120019

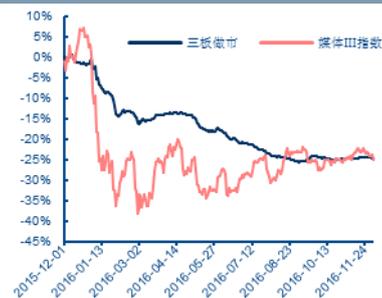
刘凯

电话：021-20262109

邮件：kailiu@citics.com

执业证书编号：S1010516050001

相对指数表现



资料来源：中信量化投资分析系统

相关研究

1. 新三板教育行业 2017 年投资策略—教育并购专题：风云际会，云起龙骧.....2016-11-17
2. 佳一教育 (833142.OC) 新三板公司投资价值分析报告一起步数学、扎根二三线城市的优秀中小学课外培训机构.....2016-8-10
3. 定价权系列报告之教育篇—K12 课外培训行业：寻找定价壁垒，踏浪黄金 10 年.....2016-8-2
4. 新三板教育行业深度研究报告之三——K12 课外培训行业：积跬步以致远，沐春风而日新.....2016-7-12
5. 新三板市场教育行业 2016 年下半年投资策略—国家意志，策马奔腾.....2016-5-18
6. 中信证券 2016 年资本市场年会教育论坛会议纪要—教育+互联网：融合而不是颠覆.....2015-12-24
7. 新三板市场教育行业 2016 年投资策略—一借东风，方兴日盛.....2015-11-27

目录

龙门教育：深耕中高考领域的培训机构	1
龙门教育是陕西省中高考培训龙头企业	1
管理层：拥有多年教育行业经验，助力公司稳步发展	2
商业模式创新、DT 技术驱动、合伙人制度三步发展战略引导发展	3
财务分析：连续两年收入与净利润均实现大幅增长	4
二三线城市孕育巨大机会，中高考复读新兴赛道方兴日盛	5
需求端：应试体制和刚性需求有望共同催生海量市场	5
供给端：竞争格局高度分散，市场份额加速向优秀机构集中	7
一线城市空间巨大但增速平稳，二三四线城市有望保持快速增长	8
中高考复读新兴赛道渐起，龙门教育拥有先发优势	8
民办教育顶层设计逐步落地，非学历培训机构有望率先受益	9
线上线下协同发展，运筹谋篇万里征	10
全封闭 VIP 校区：拥有较强盈利能力，未来扩张战略重点	10
K12 课外培训：全国性扩张正式起航，扩张模式双策并举	12
线上业务：软件销售业绩卓越，首发收入突破 2000 万元	13
风险因素	13
盈利预测、估值及投资评级	14

插图目录

图 1：龙门教育课程体系	1
图 2：跃龙门中高考知识点挖掘机	2
图 3：龙门精讲精品课程	2
图 4：龙门教育三步发展战略	3
图 5：龙门教育全日制中考复读班课堂	3
图 6：龙门教育全封闭校区	3
图 7：拼课网界面	4
图 8：龙门教育营业收入	4
图 9：龙门教育净利润	4
图 10：龙门教育三项费用率	5
图 11：龙门教育偿债能力	5
图 12：龙门教育经营活动现金流	5
图 13：龙门教育毛利率与净利率	5
图 14：K12 师生总量对比	6
图 15：上海市重点高中和非重点高中数量	6
图 16：2015 年基础教育阶段在校生人数	6
图 17：2015 年基础教育阶段学校数	6

图 18: K12 课外培训市场空间预测	6
图 19: 样本公司上市/挂牌以来营业收入复合增长率对比	8
图 20: 一线城市空间巨大但增速平稳, 二三四线城市有望保持快速增长	8
图 21: 2014 年高考录取情况	9
图 22: 龙门教育面授培训流程图	11
图 23: 部分 K12 培训机构毛利率	12
图 24: 部分 K12 培训机构销售费用率	12
图 25: 龙门教育在校生人数及增长率	12
图 26: 全日制培训收入预测 (亿元)	12
图 27: 龙门教育 K12 课外培训学习中心分布	13
图 28: 门店合作股权结构	13

表格目录

表 1: 龙门教育前十大股东 (2016 年 11 月 22 日)	2
表 2: K12 课外培训行业 CR10 概况	7
表 3: 龙门教育旗下学习中心	9
表 4: 2016 年全日制 VIP 校区改革后班型及收费	11
表 5: 龙门教育的收入、成本和费用预测	14
表 6: 公司核心财务指标预测	15

龙门教育：深耕中高考领域的培训机构

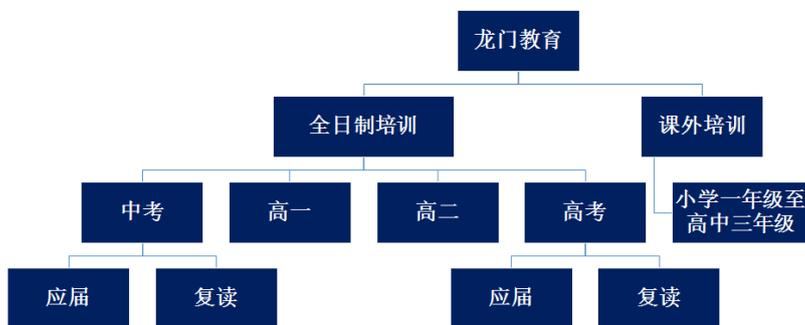
龙门教育是陕西省中高考培训龙头企业

龙门教育是陕西省中高考培训龙头企业。龙门教育是陕西省中高考培训龙头企业，主营业务是面向初中、高中阶段学生提供面授培训服务以及教学辅助软件销售。公司培训课程分为全日制培训课程和课外培训课程两类，目前以全日制培训课程为主。2015 年公司营业收入和净利润分别为 1.51 亿元和 4892 万元，同比增长 430%和 1108%。2016 年前三季度实现营业收入和净利润 1.56 亿元 4345 万元，较上年同期增长 66.69%和 57.75%。

主营业务一：全日制中高考培训业务。公司通过建立全封闭 VIP 校区，面向中高考应届生及复读生开展全日制培训业务，采取周一至周六全天封闭式教学，连续一年备战中（高）考复习，助力考生来年考取重点高中（大学），目前此项业务仅在西安市开展。主要授课模式为大班面授（65 人/班）和小班面授（30-45 人/班），2016 届中考生单人每学年学费为 13316 元，高考生单人每学年学费为 20777 元。2016 年公司全日制培训业务从高三延伸至高一、高二，全日制培训业务已覆盖初三应届、中考复读、高一、高二、高三应届、高考复读 6 类学生。龙门教育为非学历培训类学校，应届生保留在学历类学校的学籍，在学籍所在学校报名参加会考和中高考。2015 年，公司全日制培训业务收入 1.24 亿元，占营业总收入 82.57%，同比增长 365.44%。我们预计 2016 年，公司全日制培训业务收入约 1.80 亿元，同比增长 45%，占营业总收入 76.9%。

主营业务二：K12 课外培训业务。公司 2016 年开始面向体制内就学的初高中学生提供课外培训服务，以一对一和小班教学模式为主。我们预计 2016 年 K12 课外培训收入约 1900 万元，占营业总收入 8.1%。

图 1：龙门教育课程体系



资料来源：中信证券研究部

主营业务三：软件销售业务。公司于 2015 年收购深圳跃龙门有限公司，深圳跃龙门主要从事教学软件研发与销售。结合龙门教育原有教学研究团队对教学理念的深刻理解和把握，已研发完成的产品包括“跃龙门中高考知识点挖掘机”学习 APP、“龙门精讲”课程视频及习题、“龙门云课堂”互联网教学课堂、“跃龙门教学管理 ERP 系统”等。公司开发软件产品主要面向在西安参加全日制培训的学生以配合线下教学，2015 年公司软件销售业务的收入约 2206.57 万元，占总营业收入 14.65%。我们预计 2016 年收入约 3530 万元，占营业总收入 15.1%，同比增长 60%。

图 2：跃龙门中高考知识点挖掘机



资料来源：龙门教育官网，中信证券研究部

图 3：龙门精讲精品课程

精品课程体验



资料来源：龙门教育官网，中信证券研究部

管理层：拥有多年教育行业经验，助力公司稳步发展

龙门教育董事长马良铭先生和明旻女士负责教学研究，马良铭先生和明旻女士为公司实际控制人。马良铭先生历任陕西省山阳县石佛中学教师、西安龙门补习学校董事长；明旻女士历任陕西省汉中市新铺中学教师、陕西省山阳县石佛中学教师、西安方正补习学校办公室主任、西安龙门补习学校董事，二人在教学方面拥有 20 余年经验。截至 2016 年 4 月 28 日，马良铭先生直接持有公司股份 225 万股，占比 40.18%，明旻女士直接持有公司股份 150 万股，占比 26.79%，二人为公司的实际控制人。

总经理黄森磊先生负责教学管理。黄森磊先生历任北大附中联想远程教育有限公司总经理、安博教育集团副总裁、京翰教育总裁。在京翰教育就职期间，带领京翰教育实现营收从 2 亿元至 11 亿元的快速增长。黄森磊先生拥有丰富的教育集团运营经验和多领域投资经验，对教育行业理解深刻，结合马良铭先生和明旻女士 20 余年的教学积淀，有望共同助力龙门教育稳步发展。

表 1：龙门教育前十大股东（2016 年 11 月 22 日）

排名	股东名称	持股数量（万股）	占总股本比例（%）
1	马良铭	2,250,000	36.4400
2	明旻	1,500,000	24.3000
3	董兵	500,000	8.1000
4	丁文波	259,000	4.2000
5	上海德睦投资中心(有限合伙)	200,000	3.2400
6	方锐铭	200,000	3.2400
7	马良彩	195,000	3.1600
8	国都申瑞创赢股权投资基金	140,000	2.2700
9	上海翊占信息科技中心(普通合伙)	135,000	2.1900
10	汇君资产管理(北京)股份有限公司	105,000	1.7000

资料来源：Wind，中信证券研究部整理

商业模式创新、DT 技术驱动、合伙人制度三步发展战略引导发展

龙门教育目前已拥有强大的管理团队、成熟的教学模式以及区域品牌领导地位，进而实现三步发展战略：（1）通过商业模式的创新实现全国复制；（2）利用数据技术（DT）提升运营效率；（3）推出合伙人制度，共享共创迅速发展。

图 4：龙门教育三步发展战略



资料来源：中信证券研究部绘制

龙门三步发展战略之一：通过商业模式的创新实现全国复制。在商业模式创新方面，公司对传统单店模型进行改良，推出全封闭 VIP 校区模式。全封闭 VIP 校区的优势：单个班级学生数较多，单个学生参与培训时间较长，毛利率较高。2015 年和 2016 年上半年，龙门教育毛利率分别为 71.96% 和 66.9%，显著高于以小班教育为主的培训机构（45%-60%）及以一对一模式为主的培训机构（20%-30%）。公司拟在 2017-2018 年在西安以外 5 座城市开设 VIP 校区。

图 5：龙门教育全日制中考复读班课堂



资料来源：龙门教育官网

图 6：龙门教育全封闭校区



资料来源：龙门教育官网

龙门三步发展战略之二：利用数据技术（DT）提升运营效率。龙门教育于 2015 年收购深圳跃龙门科技有限公司，目前跃龙门科技已取得 10 项软件著作权，成功开发龙门精讲、跃龙门中高考知识点挖掘机、龙门云课堂、跃龙门电子多媒体备课系统（B/S 版）、智能档案管理系统和培训管理系统等教育软件。龙门教育从 2015 年起，已在西安、北京、重庆等城市通过线下学习中心开始推广使用上述教育软件。（1）龙门精讲和跃龙门中高考知识点挖掘机为学生自主学习提供线上学习工具和内容；（2）龙门云课堂使教学活动、教学方式、教学资源等不再受时空、方式的限制，并发挥云计算技术的优势，把各类软硬件教学资源合理有效地分配给需要的教师与学生；（3）跃龙门电子多媒体备课系统（B/S 版）、智能档案管理系统和培训管理系统实现内部管理流程的标准化，提升管理效率。未来通过 DT 技术拓展管理边界、降低管理成本、提升运营效率是公司发展的重要布局。

龙门三步发展战略之三：推出合伙人制度，共享共创迅速发展。线下方面，公司通过与当地教育团队合作经营门店的方式实现地域扩张，公司持有门店股权 51%，当地教育团队持有门店股权 49%。线上方面，公司于 2015 年与鹏博士（600804.SH）合作发布家教 O2O 平台拼课网，平台提供招生、服务和管理等服务，通过打造教师个人品牌对教师进行分级管理，考核合格的老师晋升到合伙人级别。目前该模式已覆盖包括北京、武汉、西安、长沙、苏州、合肥、郑州等 10 多座城市。合伙人制度的核心在于品牌共享、服务支持、收入留存、运营自负和共同股权，在此制度激励下，公司有望与教师实现共享共创的迅速发展。

图 7：拼课网界面

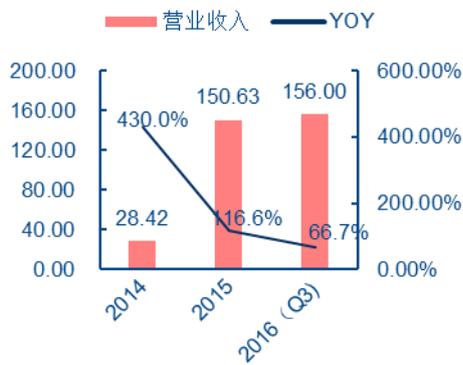


资料来源：拼课网官网

财务分析：连续两年收入与净利润均实现大幅增长

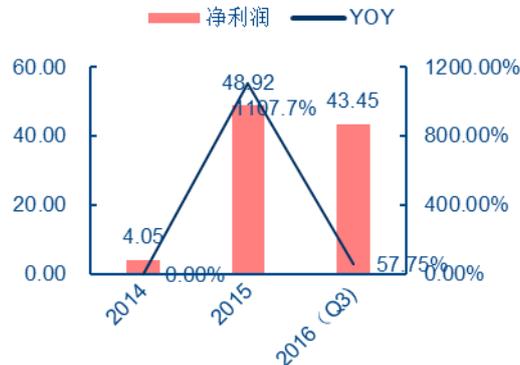
龙门教育 2015 和 2016 年前三季度营业收入与净利润实现大幅增长。2015 年公司营业收入和净利润分别为 1.51 亿元和 4892 万元，同比增长 430%和 1108%。公司营业收入和净利润双双大幅上涨的原因来自于 2015 年在校人数的扩张以及单人学费的提升，在校人数由 2014 年 3046 人上升至 2015 年 7907 人，由于班型改革，2014 年以前仅有普通班（60 人/班），在 2015 年增设收费标准较高的精品班（45 人/班）、实验班（40 人/班）、承诺班（30 人/班），单个中考复读生收费标准由 2014 年 8248 元上升至 2015 年 13316 元，单个高考复读生收费标准由 2014 年 10280 元上升至 2015 年 20777 元，单一生源收费标准增幅分别为 61.44%和 102.11%。此外，龙门教育毛利率长年维持较高水平，随着在校人数扩张和收费标准提升，龙门教育毛利率进一步提升，2015 年龙门教育毛利率为 71.96%，同比增长 18pct。2016 年前三季度实现营业收入和净利润 1.56 亿元 4345 万元，较上年同期增长 66.69%和 57.75%。

图 8：龙门教育营业收入（单位：百万元）



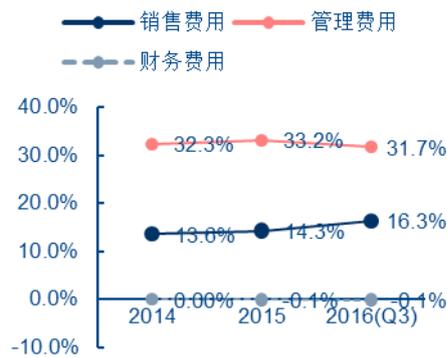
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 9：龙门教育净利润（单位：百万元）



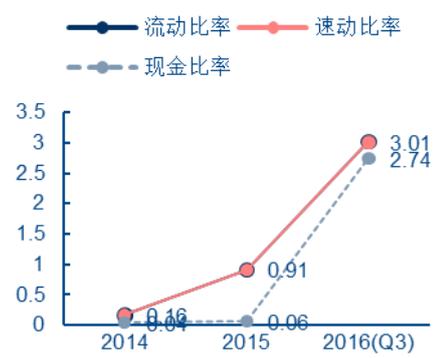
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 10：龙门教育三项费用率（单位：%）



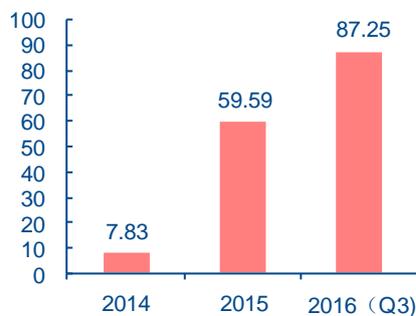
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 11：龙门教育偿债能力



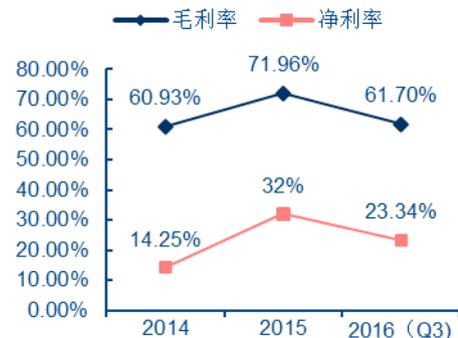
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 12：龙门教育经营活动现金流（单位：百万元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 13：龙门教育毛利率与净利率（单位：%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

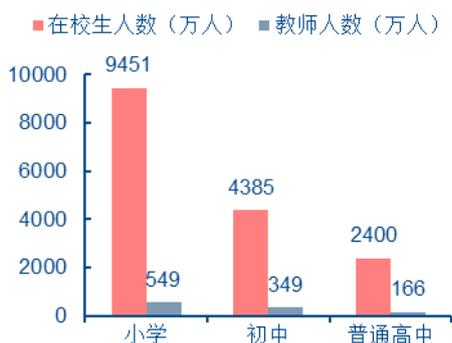
二三线城市孕育巨大机会，中高考复读新兴赛道方兴日盛

需求端：应试体制和刚性需求有望共同催生海量市场

K12 阶段教育应试为纲，课外培训是刚性需求。K12 教育以体制内教育为主线，但由于资源有限、政策限制等因素，体制内教育往往无法满足学生的需求。K12 课外培训是课内教育的有效补充，对于中小学生基本属于刚性需求，可以解决体制内教育无法解决的两大痛点。**(1) 痛点一：个性化学习需求。**体制内教学通常以大班教学为主，缺乏有效分层教学，因此无法实现因材施教，满足学生的个性化学习需求。**(2) 痛点二：名师资源不可得。**由于 K12 阶段的师生比率较低，根据教育部数据，中国小学、初中、普通高中师生比例分别为 1:17.2、1:12.6、1:14.4。优秀的教师资源更加难以获取，以上海市为例，上海市普通高中共 243 所，其中重点高中仅 51 所，占普通高中总量的 21%。K12 课外培训行业通过小班、特色班、名师班等授课形式，较好地解决了体制内教学无法解决的痛点。

海量存量人群、二胎政策和家庭教育开支增加共同促进需求增长。目前，我国中小学阶段共有 28 万所学校、500 万班级、1060 万教师、1.63 亿中小学生和 3.26 亿家长。参考国家统计局的细分数据，截至 2015 年，(1) 我国初等教育学校（小学）共 21.1 万所，初中学校数量 5.3 万所，高中学校数量 1.3 万所；(2) 我国初等教育学校（小学）在校生人数共 9451 万人，初中阶段在校生人数共 4440 万人，高中阶段在校生人数共 2400 万人。再加上全面二胎政策和家长对教育重视程度增加等多方面原因，K12 课外培训行业需求增长迅速。

图 14: K12 师生总量对比



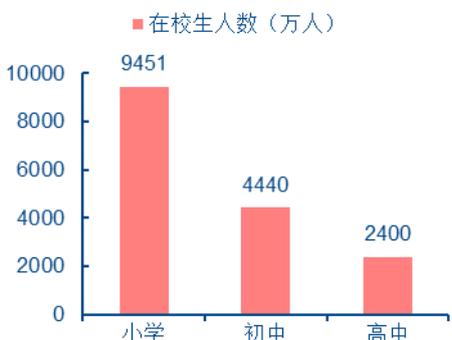
资料来源: 教育部, 中信证券研究部整理

图 15: 上海市重点高中和非重点高中数量



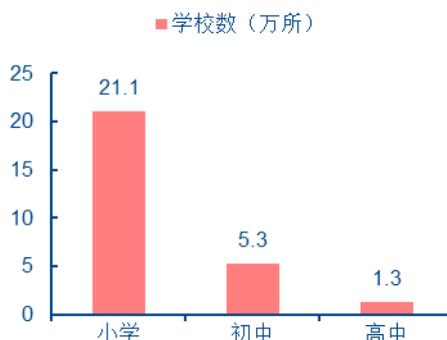
资料来源: 教育部, 中信证券研究部整理

图 16: 2015 年基础教育阶段在校生人数



资料来源: 中信证券研究部整理

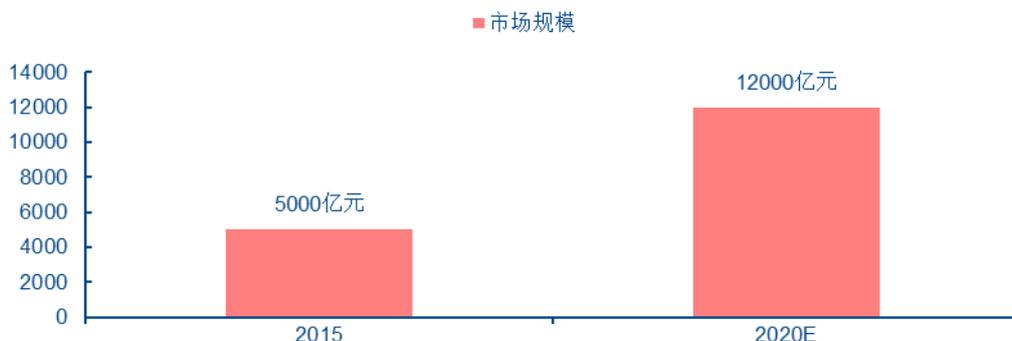
图 17: 2015 年基础教育阶段学校数



资料来源: 中信证券研究部整理

学生数量、参培量、收费三大维度共同催生行业海量空间。2015 年在校中小學生总计 1.63 亿人, 参考新浪教育等机构问卷调查的数据, 我们假定参培率为 80%, 因此 K12 课外培训班参培中小學生达 1.36 亿人。同时, 我们假设 2015 年参与培训的中小學生年均培训费用约为 4000 元/人。据此, 我们可以估算出 2015 年 K12 课外培训市场约为 5000 亿元。根据《国家中长期教育改革和发展规划纲要 (2010-2020 年)》中提出教育发展的阶段战略目标, 到 2020 年, 在校中小學生的人数将达到 2.12 亿人, 我们假设每年培训费用上涨 10%, 则 2020 年年均培训费用约为 5800 元, 同时假设参培率略微上涨至 85%, 我们预计 K12 课外培训市场规模将达到约 1.2 万亿元, 5 年 CARG 约 18%。

图 18: K12 课外培训市场空间预测 (亿元)



资料来源: 中信证券研究部测算

供给端：竞争格局高度分散，市场份额加速向优秀机构集中

K12 课外培训行业竞争格局高度分散，行业巨头占比不足 3%。由于不同省市选拔性考试的命题、教材、师资差异显著，标准化扩张难度极高，但进入门槛却相对较低，且预付模式下现金流良好，所以培训机构众多但是分散。我们预计目前全国的中小学课外培训机构约 20 万家，年营业额超过 1000 万元的不超过 1000 家，年营业额超过 5000 万元的不超过 100 家。新东方、好未来、学大三大巨头 2015 年在 K12 领域的营业收入分别是 42.4、40.6 和 21.5 亿元，加总约为 105 亿元，CR3 的市场份额占比仅约 2%。目前 K12 课外培训前十大公司是：新东方、好未来、学大、龙文、京翰、精锐、昂立、巨人、卓越、邦德，根据部分上市公司年报数据估计，2015 年 CR10 营业收入约为 140 亿元，市场份额占比不足 3%。

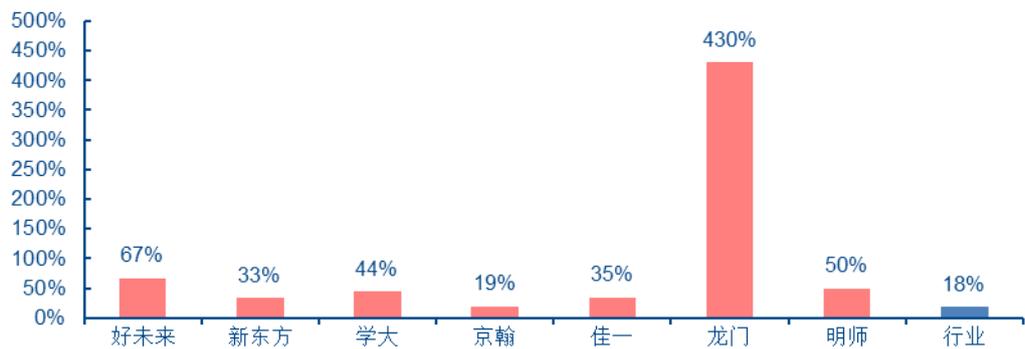
表 2：K12 课外培训行业 CR10 概况

机构名称	新东方	好未来	昂立	卓越	巨人	邦德	学大	京翰	精锐	龙文
概况										
性质	全国性	全国性	区域性	区域性	全国性	区域性	全国性	全国性	全国性	全国性
主要授课模式	综合			课堂辅导			个性化辅导			
规模指标										
覆盖城市数	50	19	6	9	13	2	85	22	38	33
教学点数目 (最新披露)	661	289	78	160	255	92	467	263	186	639
北京	68	108	0	3	118	0	34	106	29	155
上海	50	42	61	8	3	0	30	10	59	72
广州	32	25	0	66	0	9	18	6	25	50
深圳	15	16	0	29	0	83	18	0	9	26
一线城市网点占比(%)	24.9	66.1	78.2	66.3	47.4	100	21.4	46.4	65.6	40.4
二线城市网点数	311	93	16	14	88	0	152	127	34	205
二线城市网点占比(%)	47.0	32.2	20.5	8.8	34.5	0	32.5	48.3	18.2	32.1
全职教师数量	25826	4367					8364			
兼职教师数量	7667	1158								
总教学场地面积(万平方米)	约 40	21.1	4.3	—	—	—	28.3	4.7	—	9.9
注册学生数量(万人)	290	79					15			
运营指标										
总营业收入(亿元)	89.8 (TTM)	40.6 (TTM)	7.22 (2015A)	—	—	—	21.5 (TTM)	6.05 (2015E)	—	7.52 (2015E)
YOY (%)	17%	52%	—	—	—	—	1%	-12%	—	—
单点营收(百万元)	13.6	14.0	9.3	—	—	—	4.6	2.3	—	1.2
单一教师创收(万元)	26.8	73.5					25.7			
毛利润(亿元)	52.4 (TTM)	20.7 (TTM)	3.6 (2015A)	—	—	—	5.7 (TTM)	—	—	1.95 (2015E)
毛利率(%)	58.4%	51.0%	49.9%	—	—	—	26.5%	—	—	25.9
净利润(亿元)	13.9 (TTM)	6.7 (TTM)	0.7 (2015A)	—	—	—	0.6	0.6 (对赌)	—	0.85 (2015E)
净利率(%)	15.5%	16.5%	9.7%	—	—	—	-2.7%	—	—	12.3
估值指标										
市值(亿元)	436	295	40	—	—	—	21	16.6	—	20
市盈率	30.45 (TTM)	43.85 (TTM)	57.5	—	—	—	—	28.82	—	24
市销率	5.08 (MRQ)	10.32 (MRQ)	5.55	—	—	—	2.84 (MRQ)	2.42	—	2.89

资料来源：Wind，各公司官网，中信证券研究部整理

优质的老牌机构和新三板挂牌机构的市场占有率不断提升，收入增速高于行业平均增速。根据样本公司上市以来复合增长率：（1）好未来、新东方（K12 业务）、学大教育作为 K12 领域优秀的培训机构，上市以来营业收入复合增长率分别为 67%、33%和 44%，显著高于我们测算的行业增速 18%，市场占有率有望继续提升。（2）明师教育以华南地区城市为核心并布局中高考复读赛道，挂牌以来营业收入复合增长率为 50%。龙门教育和佳一教育分别布局西安市、华东和华南地区，挂牌以来营业收入复合增长率分别为 430%和 35%。三家新三板公司在赛道选择和城市布局上与成熟机构形成错位竞争，市占率也在不断提高。

图 19：样本公司上市/挂牌以来营业收入复合增长率对比

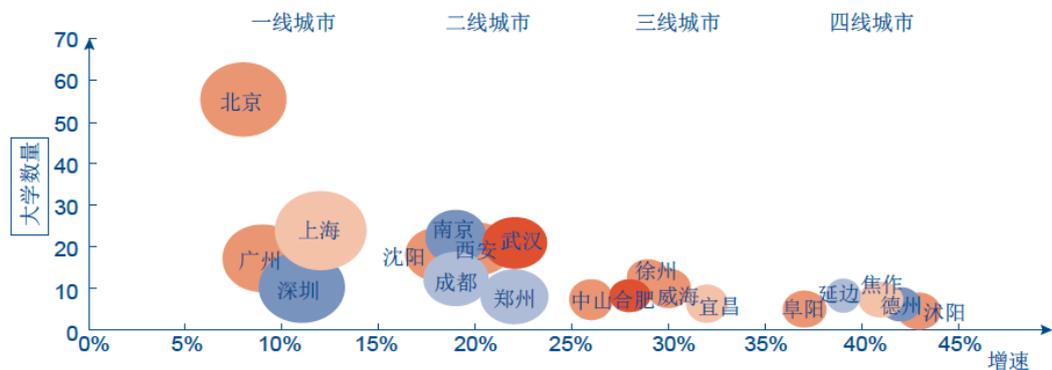


资料来源：各公司财报，中信证券研究部预测

一线城市空间巨大但增速平稳，二三四线城市有望保持快速增长

培训机构在不同城市的增速不一：一线城市增速平稳，二三四线城市增长迅速。我们测算 2015/2020 年行业市场规模约 5000 亿元和 1.2 万亿元，5 年 CARG 约 18%。我们预计培训机构在一线、二线和三四线城市未来 5 年 CARG 约为 10%、20% 和 30~50%。由于高层次人口的集聚和消费水平的不断提升，一线城市北上广深仍然是“兵家必争之地”，市场空间巨大但增速平稳；武汉、郑州、南京、合肥、成都、西安等二线城市由于聚集了较多的高校，学习氛围较好且师资较为丰富，市场空间较大且仍处于“供给创造需求”阶段，是众多分校扩张的重要方向；三四线城市合计的市场空间巨大但是之前鲜有品牌介入，合计的市场空间大并且增长迅速。我们认为重点布局一线城市的上市/挂牌培训机构将有望继续保持稳定的收入体量和良性的现金流；重点布局二三四线城市的优质培训机构将深度受益于行业增长和市场份额的集中，有望步入快速发展通道。

图 20：一线城市空间巨大但增速平稳，二三四线城市有望保持快速增长



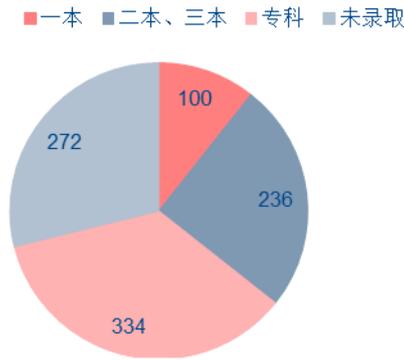
资料来源：中信证券研究部整理

在未来 5 年内，优秀 K12 课外培训机构在三四线城市增长机会最大，边际增长率较高，复合增速有望维持在 30%-50%。在线教育模式对于打破地域壁垒，实现一二线城市优质教育资源向三四线城市输送有重要意义。我们认为在线教育辐射范围广且场地支出成本较低，因此“生均收费”可与三四线城市较低的人均可支配收入相匹配，同时保证一线教师较高收入。新东方、好未来、龙门教育、明师教育等机构通过双师模式提供增值服务和布局三四线城市。

中高考复读新兴赛道渐起，龙门教育拥有先发优势

中高考复读新兴赛道：错位竞争，弯道超车。新东方、好未来、学大教育历史成长路径以英语培训、奥数 and 培优、一对一为主。一般情况下，赛道中最先发力的机构在教研、管理和品牌积淀方面拥有更多先发优势，后进入的机构难以超越前者。随着中国考试制度改革，我国涌现了很多新兴赛道，比如中高考复读培训、自主招生考试培训等等。从需求角度看，全日制中高考复读班培训是刚性需求，面对前一年中高考落榜生。全日制中高考复读培训业务特有的优势体现在授课时长较长，客单价较高，利润空间较大。龙门教育已深耕中高考培训十余年，在中高考复读赛道中有望获得先发优势。

图 21：2014 年高考录取情况



资料来源：教育部，中信证券研究部预测

民办教育顶层设计逐步落地，非学历培训机构有望率先受益

民办教育的顶层法规和政策相继出台，非学历培训类资产有望率先受益。上位法律《民促法》、国务院文件《若干意见》、部门配套政策《登记细则》和《监管细则》的相继出台有望对我国民办教育未来发展起到长期促进作用。我们认为教育行业资产证券化趋势渐起，学历类和非学历类两类主体的资产证券化进度不一。（1）非学历培训类资产有望率先受益，海量标的有望登陆资本市场。（2）学历类民办学校资产的部分政策尚未制定，收费定价和补偿奖励等政策仍有待地方政府配套。

龙门教育旗下学习中心均为非学历培训机构，5 所全日制 VIP 校区和 61 个 K12 课外培训中心中，仅有两所民办非企业单位。（1）龙门教育旗下全日制 VIP 校区共 5 个：西安龙门补习学校长安南路校区、西安龙门补习学校东仪路校区、西安龙门补习学校咸宁东路校区、西安龙门补习学校华美十字东校区、西安龙门补习学校东关校区。5 家全日制 VIP 校区中，东仪路校区和东关校区为民办非企业单位，且盈亏持平，对挂牌公司利润影响较小；其它三个全日制 VIP 校区均为公司化运营，包括最大的两大校区华美校区和长安南路校区。（2）龙门教育目前共有 K12 课外培训中 61 个，所有的 K12 课外培训中心均为公司化运营。

表 3：龙门教育旗下学习中心

类别	主营业务	城市	校区名称
全日制 VIP 校区	中考补习	西安	长安南路校区
			东仪路校区
	高考补习		咸宁东路校区
			华美十字东校区
			东关校区
K12 课外培训中心	K12 课外培训	北京	北师大校区
			大兴校区
			房山校区
			怀柔校区
			密云校区
			顺义校区
			延庆校区
			怀柔一中校区
		宝鸡	宝鸡龙门培训中心
		长沙	东塘校区
			一中校区
			柑子园校区
			银盆校区
			星沙校区
			湘郡校区
			南雅校区
		梅溪湖校区	
		成都	七中育才校区
			华侨城校区
			金沙校区
成外校区			

类别	主营业务	城市	校区名称
		合肥	七中高新校区
			师大一中校区
			长江路银泰校区
			滨湖世纪金源校区
		南昌	港汇广场校区
			红谷滩校区
			青山湖校区
		十堰	朝阳洲校区
			十堰校区
		苏州	高新校区
			姑苏校区
			吴中校区
			阳山校区
			木渎校区
		太原	竹辉校区
			长风街校区
			太航校区
			太原市政府校区
			渭南龙门培训中心
			水果湖校区
		武汉	取水楼校区
			徐东校区
			胭脂路校区
			南湖校区
			青山校区
			吴家山校区
			永清校区
			崇仁路校区
		江夏校区	
		西安	钟家村校区
			高新校区
			阎良校区
咸宁	临潼校区		
咸宁	咸宁校区		
岳阳	步行街校区		
	省实验校区		
郑州	兴华街校区		
	紫荆山校区		
株洲	荷塘校区		
	王府井校区		

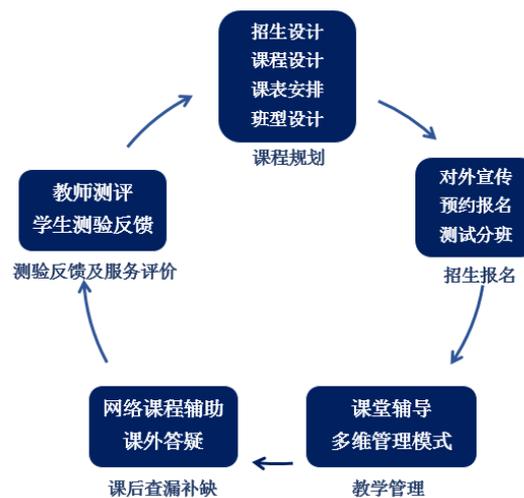
资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

线上线下协同发展，运筹谋篇万里征

全封闭 VIP 校区：拥有较强盈利能力，未来扩张战略重点

“导师+讲师+专业班主任+分层次滚动化教学+全封闭军事化管理”的“5+”教育模式打造全封闭 VIP 校区核心竞争力。董事长马良铭先生经过多年对中高考培训的研究与实践，结合中高考培训“三分靠讲师教，七分靠班主任管和和学生学”的特点，独创“导师+讲师+专业班主任+分层次滚动化教学+全封闭军事化管理”的“5+”教育模式。“5+”教学模式不仅限于知识的传授，在严格的校园管理之下，保证学生对知识的接收是有效的，从而保证教学质量。

图 22：龙门教育面授培训流程图



资料来源：中信证券研究部

全封闭 VIP 校区拥有显著获客优势和较强盈利能力。

1.与体制内教育形成错位竞争，拥有稳定生源：体制内优质教育资源主要集中在重点中学，且体制内教育以大班教学为主，因此较适用于自主性高、学习能力强的优等学生；龙门教育 VIP 校区主要针对初中成绩中等、高中成绩在二本分数线以下的学生，教学目标为协助其考取重点高中、高考成绩达到二本分数线。

2.教学效果卓著，品牌优势明显：2015 届毕业生中考上线率 90.60%，重点高中上线率 86.00%；高考本科上线率 95.9%，其中重点班二本上线率 93.6%。

3.拥有较强的定价权，班型改革提高生均收费：龙门教育自 2015 年增设精品班（45 人/班）、实验班（40 人/班）、承诺班（30 人/班），相对于普通班（65 人/班）收费大幅提高，中考生 2014 年人均收费约 8,248 元，2015 年人均收费约 13,316 元，增幅 61.44%；高考生 2014 年人均收费约 10,280 元，2015 年人均收费约 20,777 元，增幅 102.11%。

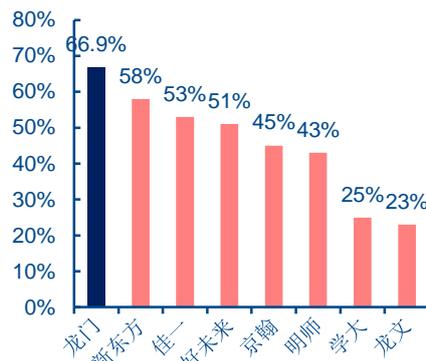
4.客单价大幅提升，边际获客成本降低：与 K12 课外培训相比，学生在校时间明显增加，客单价大幅提升，由于客单价提高，公司边际获客成本降低，2016 年上半年公司销售费用率约 8.6%，相对于同类 K12 培训机构较低。**2016 年上半年公司整体毛利率为 66.9%，**相对于行业内优秀企业亦拥有较强盈利能力。

表 4：2016 年全日制 VIP 校区改革后班型及收费

年级	班型	班级人数	每学期收费标准（元/人）
初中	普通班	65	6200
	精品班	45	11200
	实验班	40	17200
	承诺班	30	32700
高中	普通班	70	6200
	精品班	50	11200
	实验班	40	17200
	承诺班	30	32700

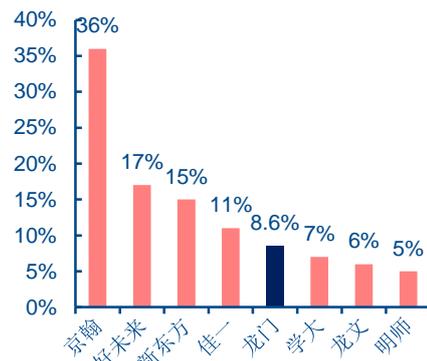
资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

图 23：部分 K12 培训机构毛利率



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 24：部分 K12 培训机构销售费用率



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

全封闭 VIP 校区的扩张为未来战略发展的重点。

(1) 原有校区扩张及年级延伸：目前龙门教育已在西安开设 5 家 VIP 校区，VIP 校区原有生源包括中考应届生/复读生、高考应届生/复读生，2016 年开始扩收高一、高二在读生。通过校区扩张及年级延伸，学生总人数逐年上升，2014-2016 年在校生人数分别为 3046 人、7907 人、8573 人，三年 CAGR 为 67.8%，2016 年在西安市中高考培训领域市占率约 80%。

(2) 地域扩张：龙门教育计划通过西安化的管理方式输出，结合扩张城市当地教师资源，实现全封闭 VIP 校区全国扩张。2017-2018 年计划在西安以外 5 座城市开设 VIP 校区，预计 2017-2018 年学生总人数分别增长至 10000 人、13000 人。扩张过程中，在扩张城市当地招收具有公立校任职经验的教师，于西安统一进行培训后上岗。截至 2016 年 12 月底，全封闭 VIP 校区授课教师人数约 510 人（不含助教、班主任和促学老师），我们预计到 2018 年，授课教师人数增加至约 600 人。假设公司于 2015 年班型改革后每年生均收费维持微增趋势，结合学生总人数增长，公司 2015 年全封闭 VIP 校区收入约 1.28 亿元，我们预计 2016-2018 年收入分别为 1.80 亿元、2.25 亿元和 3.38 亿元。

图 25：龙门教育在校生人数及增长率



资料来源：Wind，中信证券研究部整理、预测

图 26：全日制培训收入预测（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部整理、预测

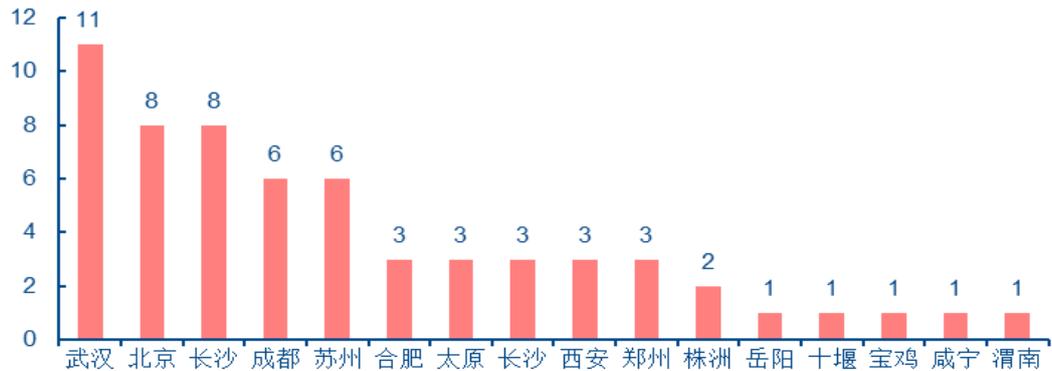
K12 课外培训为全封闭 VIP 校区提供强大流量入口。在 VIP 校区地域扩张过程中，龙门教育通过先开设 K12 课外培训门店积累客户基础，为全封闭 VIP 校区开设流量入口。通过 K12 课外培训，获得学生深度资料，以初中成绩中等、高中成绩在二本分数线以下的学生为目标群体，导流至 VIP 校区实现重复消费。

K12 课外培训：全国性扩张正式起航，扩张模式双策并举

61 家 K12 课外培训学习中心覆盖 16 座城市，公司全国性地域扩张正式起航。2016 年起，龙门教育开始布局 K12 课外培训业务，截至 2017 年 1 月 31 日，龙门教育在 16 个城市新设 61 学习中心，包括武汉（11）、北京（8）、长沙（8）、成都（6）、苏州（6）、合肥（3）、太原（3）、长沙（3）、西安（3）、郑州（3）、株洲（2）、岳阳（1）、十堰（1）、宝鸡（1）、咸宁（1）、渭南（1）。K12 培训学习中心一对一和小班两种培训模式课程收入各占 50%，每家学习

中心规模约为 200-300 平方米。其中，一线城市北京的直营学习中心主要分布于郊区（密云、大兴、顺义、怀柔），与新东方、好未来等老牌机构形成地域上错位竞争；武汉、长沙、株洲等二、三线城市直营学习中心集中分布于市中心。公司计划 2017 年 K12 课外培训学习中心增至 70-80 家。我们预计 2016 年 K12 课外培训营业收入约 1900 万元，2017 年 K12 课外培训营业收入有望达到约 1.33 亿元。

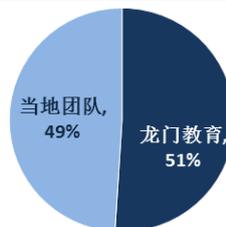
图 27：龙门教育 K12 课外培训学习中心分布



资料来源：龙门教育官网，中信证券研究部整理

线下直营门店扩张两种模式：合伙人模式和产业基金模式。
1. 合伙人模式：在新进入的城市成立一支具有同业管理经验的团队进行门店管理，龙门教育母公司与当地团队分别持有该地门店 51% 和 49% 的股权。在扩张当地招收教师，在当地统一进行培训后上岗。龙门教育 K12 业务学习中心的成本回收期较短，通常 12 个月左右实现累计现金流为正，18 个月实现净利润为正，对合伙人有较强吸引力。
2. 产业基金模式：2016 年 11 月，龙门教育子公司北京龙门与上海斯优、上海丰儒、达孜天际线共同发起“龙门-天际线”产业并购基金，基金规模总计 6100 万元，其中北京龙门出资 2500 万元，龙门教育拟通过成立基金收购 K12 课外培训及英语培训机构实现地域及学科延伸，助力全国范围布局。

图 28：门店合作股权结构



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

线上业务：软件销售业绩卓越，首发收入突破 2000 万元

软件研发实现教育闭环，首发收入突破 2000 万。公司 2015 年收购深圳跃龙门有限公司以来，已研发成型的产品包括“跃龙门中高考知识点挖掘机”学习 APP、“龙门精讲”课程视频及习题、“龙门云课堂”互联网教学课堂、“跃龙门教学管理 ERP 系统”等。公司产品主要面向内部生源销售以配合线下教学，未来软件销售客户将扩展到其他同类教育公司。公司 2015 年软件销售业务的收入约 2206.57 万元，毛利率 97.51%。结合公司生源增长及面向其他机构销售的增加，我们预计 2016 年、2017 年软件销售收入分别增长至约 3530 万元、4590 万元。

风险因素

同业市场竞争风险。K12 课外培训行业门槛低，且预付模式下现金流良好，因此行业处于高度分散的状态，同业竞争极其激烈。

规模扩大的管理风险。规模扩大包括内生增长和外延扩张。在内生增长中，由于管理中出现信息不对称可能导致课程质量下降、投资回收期延长等问题。在外延扩张中，可能出现文化整合失败、管理整合不到位等问题。

盈利预测、估值及投资评级

盈利预测及关键假设

收入方面。龙门教育在全日制中高考培训、K12 课外面授培训和软件销售业务保持稳定增长的趋势，收入以全日制中高考培训及 K12 课外培训为主。（1）全日制中国高考培训业务学费收取方法为按学期预收学费，于每年的 8-9 月以及次年的 1-2 月集中收取学费，收入按照直线法在当学期内进行摊销（第一学期收入摊销截止月为当年 12 月份；第二学期收入摊销截止月：中考补习业务为当年 6 月、高考补习业务为当年 5 月）。（2）K12 课外培训学费收取方式为按课程预收学费，收入按照已完成课时确认。我们预计公司 2016/17/18 年整体收入为 2.35 亿元/4.04 亿元/5.97 亿元，同比增速为 60.2%/72.3%/47.7%。

毛利率方面。K12 课外培训、软件销售业务毛利率保持稳定，我们预计 2016/17/18 年毛利率为 67.1%/56.3%/56.5%。

费用方面。我们预计公司的整体费用率将保持平稳，2016/17/18 年总费用率为 33.91%/33.91%/33.91%。

表 5：龙门教育的收入、成本和费用预测

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入(千元)					
全日制中高考培训	26,721	124,371	180,339	225,423	338,135
K12 课外培训	0	0	19,000	133,000	199,500
软件销售	0.00	22,066	35,305	45,897	59,666
咨询服务	620	0	0	0	0
合计	27,341	146,437	234,644	404,320	597,301
收入增速					
全日制中高考培训		365.4%	45.0%	25.0%	50.0%
K12 课外培训		N/A	N/A	600.0%	50.0%
软件销售		N/A	60.0%	30.0%	30.0%
咨询服务		N/A	N/A	N/A	N/A
合计		435.6%	60.2%	72.3%	47.7%
毛利率					
全日制中高考培训	60.22%	66.94%	70.0%	70.0%	70.0%
K12 课外培训	N/A	N/A	25.0%	25.0%	25.0%
软件销售	N/A	97.51%	75.0%	80.0%	85.0%
咨询服务	55.66%				
合计	60.1%	71.5%	67.1%	56.3%	56.5%
毛利(千元)					
全日制中高考培训	16,091.51	83,254.33	126,237	157,796	236,695
K12 课外培训	0.00	0.00	4,750	33,250	49,875
软件销售	0.00	21,516.24	26,479	36,717	50,716
咨询服务	345.09				
合计	16,437	104,771	157,466	227,764	337,285
成本(千元)					
全日制中高考培训	10,629.69	41,117.24	54,101.63	67,627.04	101,440.56
K12 课外培训	N/A	N/A	14,250.00	99,750.00	149,625.00
软件销售	N/A	549.44	8,826.27	9,179.32	8,949.84
咨询服务	274.91				
合计	10,905	41,667	77,178	176,556	260,015
成本率					
全日制中高考培训	39.8%	33.1%	30.0%	30.0%	30.0%

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
K12 课外培训	N/A	N/A	75.0%	75.0%	75.0%
软件销售	N/A	2.5%	25.0%	20.0%	15.0%
咨询服务	44.3%				
合计	39.9%	28.5%	32.9%	43.7%	43.5%
费用率					
营业税金及附加	3.71%	3.71%	3.71%	3.71%	3.71%
销售费用	11.25%	8.84%	10.20%	10.20%	10.20%
管理费用	26.68%	20.48%	20.00%	20.00%	20.00%
总费用率	41.64%	32.83%	33.91%	33.91%	33.91%

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

盈利预测。基于以上假设，经财务模型测算得出龙门教育 2016/17/18 年净利润分别为 6948 万元/8222 万元/1.17 亿元，3 年 CAGR 为 55.1%。按目前 1.3 亿股本计算的 2016/17/18 年 EPS 为 0.54/0.63/0.91 元。

表 6：公司核心财务指标预测

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	28.42	150.63	234.64	404.32	597.30
增长率 YoY(%)	N.A.	430.02	55.77	72.31	47.73
净利润(百万元)	4.05	48.92	69.48	82.22	117.71
增长率 YoY(%)	N.A.	1103.45	42.53	18.34	43.17
每股收益(元)	0.81	9.78	0.54	0.63	0.91
毛利率(%)	60.93	71.96	67.11	56.33	56.47
净资产收益率(%)	--	154.57	28.34	17.64	22.66

资料来源：公司财报，中信证券研究部预测

估值分析及投资评级

在盈利预测方面，我们预计龙门教育 2016/17/18 年净利润为 6948 万元/8222 万元/1.18 亿元，CAGR 为 55.1%，对应的 2016/17/18 年 EPS 为 0.54/0.63/0.91 元。在龙门教育的目标估值方面，鉴于 A 股勤上光电（002638.SZ）2017 年 PE 约 53X 和一级市场培训类行业龙头公司约 30X 的融资市盈率，我们给予龙门教育 19.00 元的目标价和 25.0 亿元的目标市值，对应 2016-2018 年 PE 为 29X/25X/17X，首次覆盖给予“买入”评级。

利润表 (百万元)

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	28	151	235	404	597
营业成本	11	42	77	177	260
毛利率	0.61	0.72	0.67	0.56	0.57
营业税金及附加	1	5	5	9	15
销售费用	3	13	24	41	61
销售费用率	0.11	0.09	0.10	0.10	0.10
管理费用	7	30	47	81	119
管理费用率	0.26	0.20	0.20	0.20	0.20
财务费用	0	0	0	0	0
财务费用率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0	0	1	1	1
营业利润	6	60	82	98	143
营业利润率	0.21	0.40	0.35	0.24	0.24
营业外收入	0	1	5	5	5
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	6	61	87	103	148
所得税	2	13	18	21	30
所得税率	0.30	0.21	0.21	0.20	0.20
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属母公司股东的净利润	4	49	69	82	118
净利率	0.14	0.32	0.30	0.20	0.20
每股收益(元)	0.81	9.78	0.53	0.63	0.90

现金流量表 (百万元)

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	6	61	87	103	148
所得税支出	-2	-13	-18	-21	-30
折旧和摊销	1	4	11	22	34
营运资金变动	3	7	-4	-3	-3
其他	0	0	-1	-1	-1
经营现金流	8	60	75	100	148
资本支出	-3	-14	-19	-19	-19
其他经营损益	0	0	1	1	1
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	-8	5	-1	-1	0
投资现金流	-11	-14	-19	-19	-18
发行股票	0	0	326	0	0
负债变化	0	0	0	0	0
股息支出	0	0	-36	-36	-36
其他	2	-2	0	0	0
融资现金流	2	-2	290	-36	-36
现金及现金等价物净增加额	-1	43	346	45	94

资料来源：中信量化投资分析系统

资产负债表 (百万元)

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1	45	387	426	512
存货	0	0	4	5	6
应收账款/票据	1	0	0	0	0
其他流动资产	8	6	9	14	18
流动资产	10	50	400	444	536
固定资产	6	17	25	22	8
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	0	1	1	1	1
其他长期资产	0	8	9	10	10
非流动资产	6	26	36	34	19
资产总计	17	76	436	478	556
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款/票据	2	1	0	0	0
其他流动负债	6	21	25	28	31
流动负债	8	22	25	28	31
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
非流动性负债	0	0	0	0	0
负债合计	8	22	25	28	31
股本	5	5	130	130	130
资本公积和盈余公积	2	0	200	200	200
未分配利润	2	50	80	121	195
少数股东权益	0	-1	-1	-1	-1
股东权益合计	9	55	410	450	525
负债及股东权益总计	17	76	436	478	556

主要财务指标

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
增长率 (%)					
营业收入	N.A.	430	56	72	48
营业利润	N.A.	928	37	19	46
净利润	N.A.	1103	43	18	43
利润率 (%)					
毛利率	61	72	67	56	56
EBIT Margin	21	40	35	24	24
EBITDA Margin	24	43	38	28	28
净利率	14	32	30	20	20
回报率 (%)					
ROE	--	155	28	18	23
ROA	49	103	27	18	23
其他 (%)					
资产负债率	48	28	6	6	5
所得税率	30	21	21	20	20
股利支付率	885	73	54	47	32

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSASingaporePteLtd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且分别与CSI-USA和CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2017 版权所有。保留一切权利。