

# 新东方-S (09901.HK)

## FY24Q2 业绩点评: 收入增速超业绩指引, 经营利润率继续提升

买入 (维持)

2024年01月30日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002  
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理 张文雨

执业证书: S0600123070071

zhangwy@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值                | FY2023A  | FY2024E  | FY2025E  | FY2026E  |
|------------------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入 (百万美元)           | 2,997.76 | 4,059.18 | 4,974.78 | 5,792.26 |
| 同比                     | -3%      | 35%      | 23%      | 16%      |
| 归属母公司净利润 (百万美元)        | 177.34   | 368.70   | 471.90   | 571.63   |
| 同比                     | 115%     | 108%     | 28%      | 21%      |
| Non-GAAP 归母净利润 (百万美元)  | 258.91   | 413.96   | 522.47   | 633.59   |
| 同比                     | -        | 60%      | 26%      | 21%      |
| 每股收益-最新股本摊薄 (美元/股)     | 0.11     | 0.22     | 0.29     | 0.35     |
| P/E (现价最新股本摊薄)         | 74.31    | 35.74    | 27.92    | 23.05    |
| PE (现价/Non-GAAP 归母净利润) | 50.90    | 31.83    | 25.22    | 20.80    |

关键词: #规模经济 #市占率上升

### 投资要点

- **事件:** FY24Q2 公司净营收 8.7 亿美元 (yoy+36.3%, 以美元计, 下同) 超过此前业绩指引 (7.9~8.0 亿美元), 教育类新业务保持快速增长, 网点亦稳步扩张。分业务来看, FY24Q2 出国考试准备同比增长 46.5%、出国咨询业务同比增长 31.7%、大学生备考业务同比增长 42.7%、教育类新业务同比增长 68.3%。截至 2023/11/30, 公司递延收入达 16.5 亿美元 (yoy+44.4%)。公司预计 FY24Q3 营收增速为 42~45%, 同比增速较 FY24Q2 进一步提升。
- **网点数稳健扩张, 规模效应下利润率显著改善。** FY24Q2 公司继续拓展网点数量, 并适度扩大已有网点的面积。截至 2023/11/30, 新东方学校及学习中心总数增加至 843 间, 扩张速度较 FY24Q1 小幅提升, 预计到 FY24 财年末将同比增长 20%左右。FY24Q2 网点数已恢复至 FY21Q4 历史高点的 54%, 而收入已恢复至 FY21Q4 的 72%, 意味着网点利用率或有所提升。需求旺盛叠加效率提升, 带来了利润率的显著改善。FY24Q2 Non-GAAP 经营利润为 0.5 亿美元 (yoy+212.2%), Non-GAAP 经营利润率为 5.9% (yoy+3.3pct); Non-GAAP 归母净利润为 0.5 亿美元 (yoy+182.6%)。
- **教育类新业务收入快速增长, 研学文旅业务多元发展。** FY24Q2 新东方教育类新业务收入同比增长 68%, 其中非学科培训业务季度报名人数达 78.6 万人, 智能学习设备业务在大约 60 个城市展开、活跃付费用户数为 18.1 万人。FY24Q2 教育类新业务的经营利润率约为 19~20%, 公司预计有望继续提升。研学文旅多元发展, 覆盖人群从学生群体和中老年向全年龄段拓展, 在国内多地注册文旅公司, 寒假研学项目过半数已售罄, 暑假研学项目亦需求良好。
- **盈利预测与投资评级:** FY24Q2 公司营收增长超此前业绩指引, non-GAAP 经营利润率同比增长 3.3pct。基于公司递延收入的快速增长、网点扩张节奏稳定以及 FY23Q3 的低基数效应, 我们预计 FY24Q3 公司收入增长或继续加速。我们将 FY24-26 公司 Non-GAAP 归母净利润从 4.0/5.1/6.0 亿美元上调至 4.1/5.2/6.3 亿美元, 当前股价对应 PE 分别为 32/25/21X (按照 2024/01/29 美元兑港元汇率 7.8125 换算), 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 高中学科培训政策变动风险, 人才流失和品牌信誉风险, 教育行业竞争加剧风险, 新业务拓展不及预期风险。

### 股价走势



### 市场数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 收盘价(港元)      | 62.20       |
| 一年最低/最高价     | 26.30/65.85 |
| 市净率(倍)       | 26.88       |
| 港股流通市值(百万港元) | 102,948.73  |

### 基础数据

|           |          |
|-----------|----------|
| 每股净资产(港元) | 2.31     |
| 资产负债率(%)  | 42.57    |
| 总股本(百万股)  | 1,655.12 |
| 流通股本(百万股) | 1,655.12 |

### 相关研究

- 《新东方-S(09901.HK.): FY24Q1 季报点评: 收入超预期增长, 利润率显著改善》  
2023-10-27
- 《新东方-S(09901.HK.): 备考业务疫后修复, 新业务高速增长》  
2023-10-05

## 内容目录

|                                  |   |
|----------------------------------|---|
| 1. 营收增长超预期，各业务线均表现良好 .....       | 3 |
| 2. 网点数稳健扩张，规模效应下利润率显著改善 .....    | 4 |
| 3. 教育类新业务需求旺盛，收入快速增长 .....       | 6 |
| 4. 研学文旅业务加速扩张，寒假研学项目超半数已售罄 ..... | 6 |
| 5. 风险提示 .....                    | 9 |

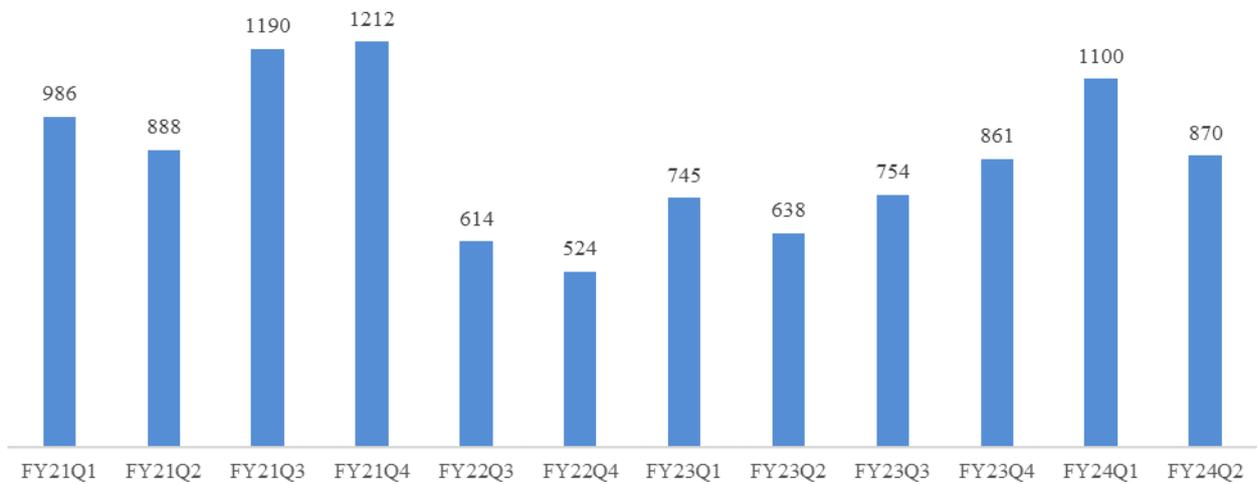
## 图表目录

|  |   |
|--|---|
| 图 1: 新东方每财季净营收（百万美元） .....               | 3 |
| 图 2: 新东方每财季末递延收入（百万美元） .....             | 3 |
| 图 3: 2023 年 17 岁及以下意向出国留学人群占比提升 .....    | 4 |
| 图 4: 新东方每财年/财季的期末学习中心及学校数（个） .....       | 5 |
| 图 5: 新东方各财季毛利率及 non-GAAP 经营利润率（%） .....  | 5 |
| 图 6: 新东方非学科培训报名人数（万人） .....              | 6 |
| 图 7: 新东方智能学习设备季度活跃付费用户数（万人） .....        | 6 |
| 图 8: 新东方国内寒假游学项目销售情况（截至 2024/1/29） ..... | 7 |
| 表 1: 新东方全国文旅公司汇总表 .....                  | 8 |

## 1. 营收增长超预期，各业务线均表现良好

FY24Q2 公司净营收 8.7 亿美元 (yoy+36.3%)，超过此前业绩指引 (7.9~8.0 亿美元)，教育类新业务保持快速增长，网点亦稳步扩张。分业务来看，FY24Q2 出国考试准备同比增长 46.5%、出国咨询业务同比增长 31.7%、大学生备考业务同比增长 42.7%、教育类新业务同比增长 68.3%。截至 2023/11/30，公司递延收入达 16.5 亿美元 (yoy+44.4%)。公司预计 FY24Q3 营收增速为 42~45%，同比增速较 FY24Q2 进一步提升。

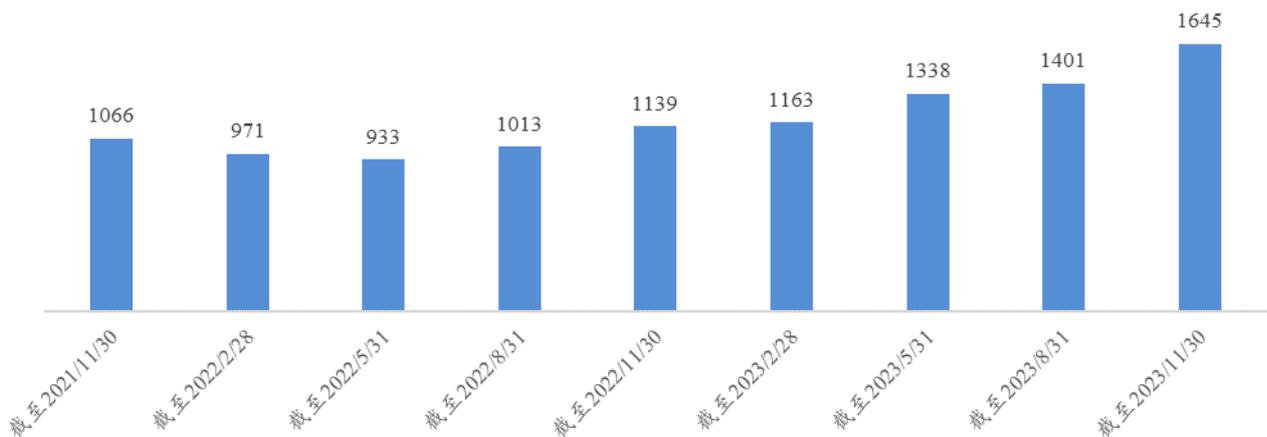
图1：新东方每财季净营收（百万美元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：FY22H1 六个月净营收为 19.7 亿美元，未披露 FY22Q1 和 FY22Q2 分季度净营收

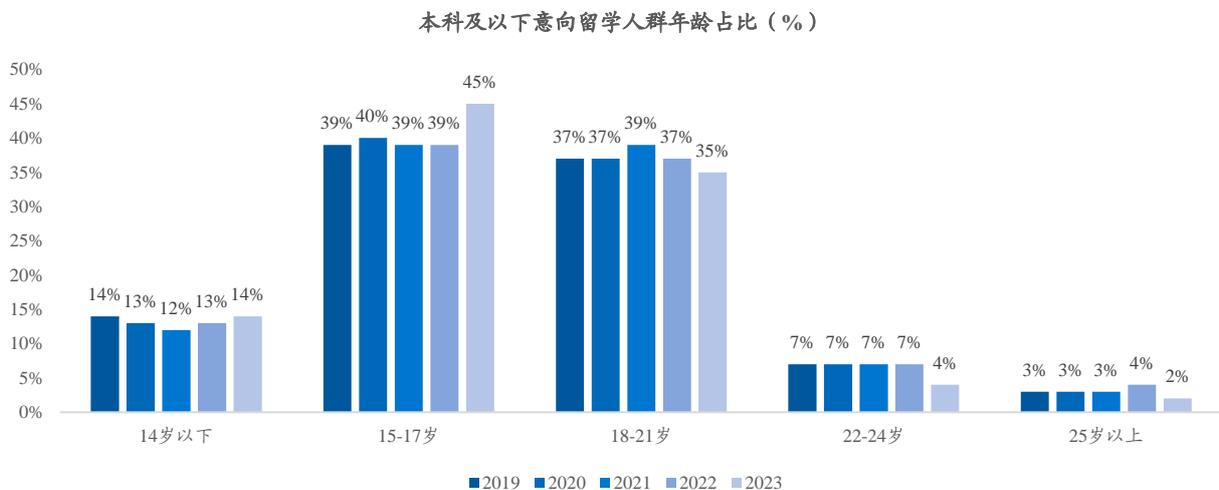
图2：新东方每财季末递延收入（百万美元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**留学需求旺盛，备考周期有所延长。**新东方国际教育培训事业部高中项目总监李阳表示，近两年本科留学人数进一步增加，留学目的地多元化趋势明显，中国家庭在升学路径的选择上也变得更加灵活、开放。除了常规的进入国际学校/国际部进行学习，随后升学海外本科之外，越来越多的普高学生也通过转轨国际课程的方式申请海外本科名校。根据新东方《2023年留学白皮书》，17岁及以下意向出国留学的人群呈上升态势。由于国内升学及就业压力日渐增大，越来越多的学生希望通过出国留学继续深造来提升学历。

图3：2023年17岁及以下意向出国留学人群占比提升



数据来源：新东方《2023中国留学白皮书》，东吴证券研究所

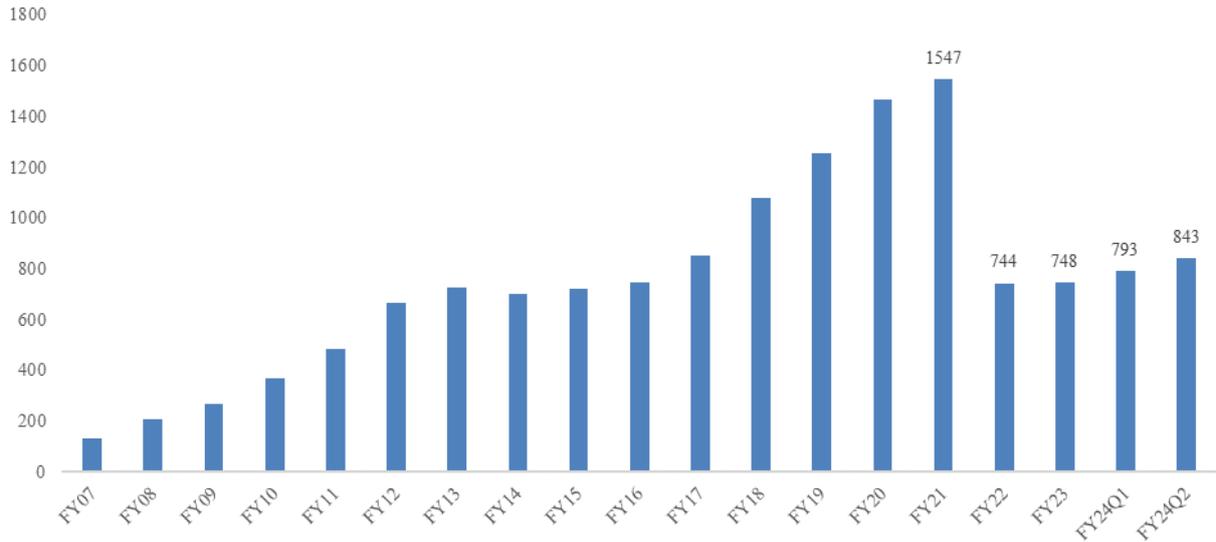
## 2. 网点数稳健扩张，规模效应下利润率显著改善

**FY24Q2 公司持续拓展网点，并适度扩大教学空间。**截至2023/11/30，学校及学习中心的总数增加至843间（季度环比增加50间，同比增加135间）。预计到FY24年末，网点数将同比增长20%左右，扩张速度较FY24Q1小幅提升，反映了公司产品的良好市场需求。历史上公司的网点数和营收都在FY21Q4达到峰值，FY24Q2网点数已恢复至FY21Q4的54%，而收入已恢复至FY21Q4的72%，意味着网点利用率或有所提升，主要得益于需求旺盛以及OMO教学模式的扩展。

**本季度费用控制良好。**FY24Q2销售及营销开支1.6亿美元，yoy+62.2%；一般及行政开支2.7亿美元，yoy+29.6%。其中东方甄选子公司费用增长较快。FY24H1六个月，新东方集团的销售及营销开支为2.9亿美元（yoy+49.8%），其中东方甄选的销售及营销开支为5.6亿人民币（yoy+145.6%）；新东方集团的一般及行政开支为5.9亿美元（yoy+26.5%），其中东方甄选的研发和行政开支合计2.2亿元人民币（yoy+97.5%）。

需求旺盛+效率提升，带来了利润率的显著改善，亦验证了公司在网点和师资方面的规模优势。FY24Q2 Non-GAAP 经营利润为 0.5 亿美元 (yoy+212.2%)，Non-GAAP 经营利润率为 5.9%(yoy+3.3pct); Non-GAAP 归母净利润为 0.5 亿美元(yoy+182.6%)。

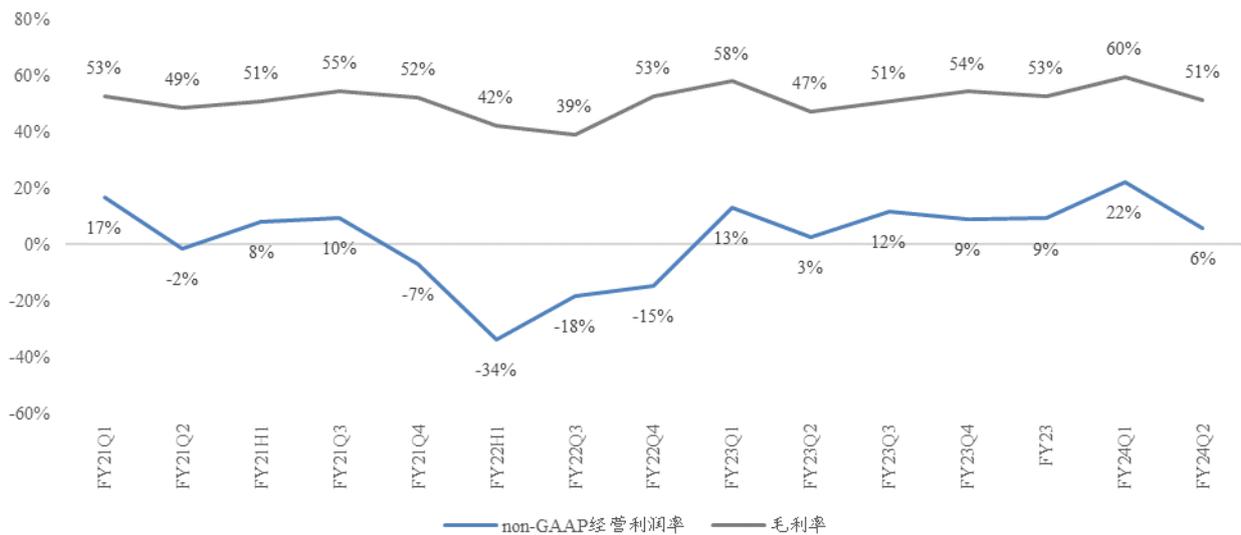
图4：新东方每财年/财季的期末学习中心及学校数（个）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：FY24Q2 季度末为 2023/11/30，其他财年/财季同理

图5：新东方各财季毛利率及 non-GAAP 经营利润率（%）



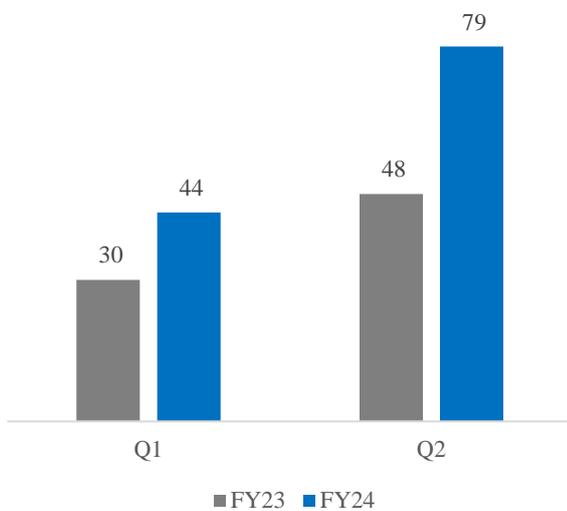
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3. 教育类新业务需求旺盛，收入快速增长

教育类新业务收入快速增长。FY24Q2 新东方教育类新业务收入同比增长 68%（以美元计）、73%（以人民币计），该业务主要包括非学科辅导业务和智慧教育业务。本财季非学科辅导业务季度报名人数达 78.6 万人。智能学习设备业务已在大约 60 个城市铺开，客户留存率有所提升。FY24Q2 活跃付费用户数达 18.1 万人，中国前 10 大城市为这一业务贡献了超 55% 的收入。智能学习设备业务增长强劲，关键驱动因素是新客户，公司也在努力扩大科目类型，嵌入了差异化内容。该业务可以充分利用公司的教师资源，并且无需新增太多学习中心，因而潜在利润提升空间较大。根据业绩电话会，FY24Q2 教育类新业务的经营利润率约为 19%~20%，FY24H2 有望继续提升。

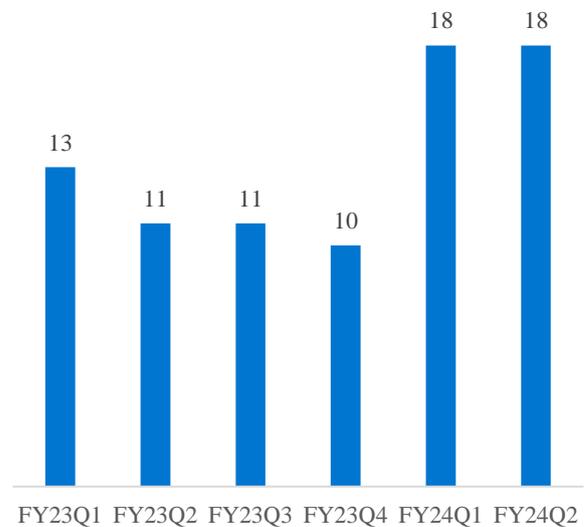
我国学习机市场呈现旺盛需求。根据 IDC 报告，2023H1 中国学习机出货量约 220 万台（yoy+37.2%），得益于消费者对学习平板的认知度提升。目前来看，学习平板未来发展仍现提升势头，根据中研产业研究院，预计 2025 中国学习机出货量将达 875 万台，较 2020 年增长达一倍。

图6：新东方非学科培训报名人数（万人）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7：新东方智能学习设备季度活跃付费用户数（万人）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 4. 研学文旅业务加速扩张，寒假研学项目超半数已售罄

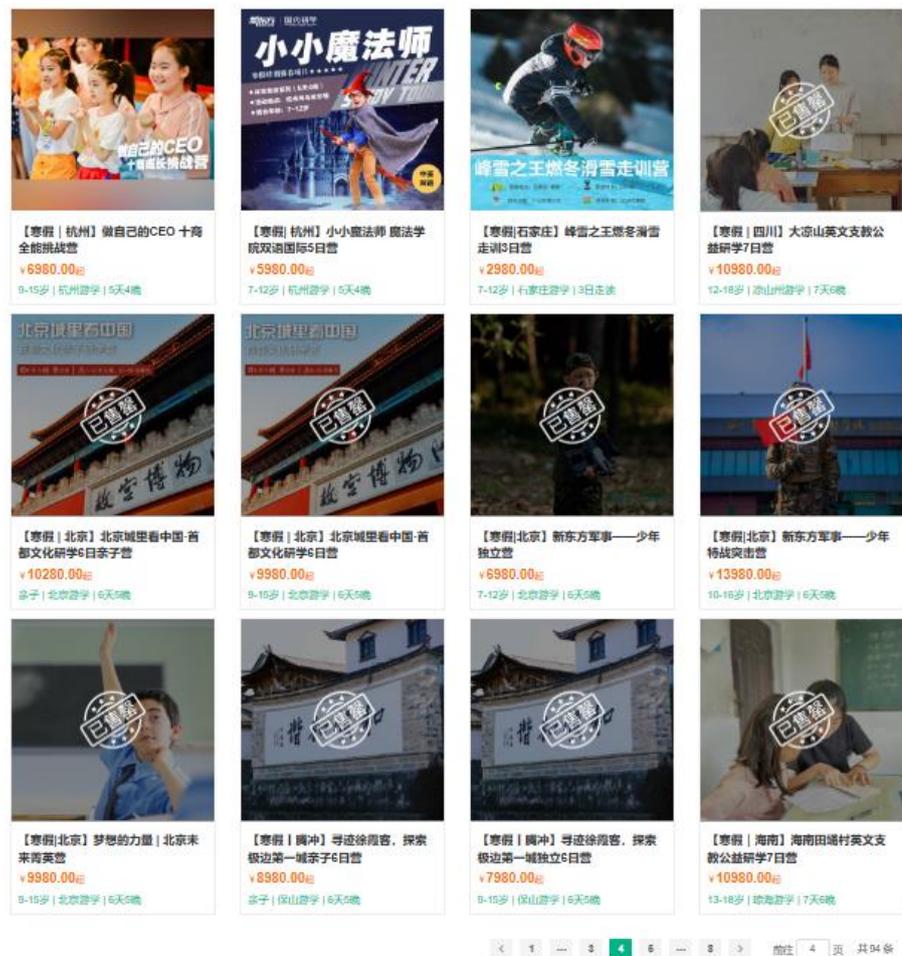
新东方提供多样化的文化旅行产品，含国内和海外路线，既包括面向学生群体的研学和游学项目，也提供中老年旅游等项目，截至 2023/11/30，已在全国超过 50 个城市开展，其中前 10 大城市为这一业务贡献了超 55% 的收入。公司还在试点和推广高端旅游产品，覆盖人群从中老年人拓展至全年龄段，将充分利用新东方的知识型明星教师优势

和销售渠道优势。

根据新东方游学官网，截至 2024/1/29，国内寒假游学项目共推出 94 项，其中 58 项已售罄；国内暑假游学项目共推出 11 项，其中 1 项已售罄。我们认为文旅业务不仅在短期受益于出行链复苏，在中长期亦将随着人均文化消费水平提升而增长，新东方凭借优质师资和品牌有望实现份额提升。

**新东方在国内多地注册文旅公司。**据新旅界统计，2023/10/20 至 2023/12/4，新东方先后在山西、黑龙江、福建、安徽、江西、内蒙古、江苏、河南、河北、湖北等地成立了 18 家控股文旅公司，投资股东分别为北京新东方沃凯德国际教育旅行有限公司、浙江新东方旅行社有限公司、北京新东方文旅有限公司，持股为 100%（仅深圳新东方沃凯德文旅公司为控股 70%，新东方沃凯德湖北文旅公司暂无股东信息）。其中，15 家企业注册资本为 100-500 万元，山西、福建、安徽等 14 家子公司董事长为杨志辉。

图8：新东方国内寒假游学项目销售情况（截至 2024/1/29）



数据来源：新东方游学官网，东吴证券研究所

表1: 新东方全国文旅公司汇总表

| 序号 | 各地文旅企业名称             | 企业注册资<br>本(元) | 企业法定代<br>表人/负责人 | 董事长 | 企业成立日期     |
|----|----------------------|---------------|-----------------|-----|------------|
| 1  | 新东方沃凯德(山西)文化旅游有限公司   | 200 万         | 施奇              | 杨志辉 | 2023/11/27 |
| 2  | 新东方沃凯德(黑龙江)文旅有限公司    | 100 万         | 李争              | 暂无  | 2023/11/27 |
| 3  | 新东方沃凯德(福建)文旅有限公司     | 1000 万        | 杨伟国             | 杨志辉 | 2023/11/24 |
| 4  | 新东方沃凯德(安徽)文化旅游开发有限公司 | 500 万         | 周帆              | 杨志辉 | 2023/11/23 |
| 5  | 新东方沃凯德(福州)文旅有限公司     | 300 万         | 毛成轶             | 杨志辉 | 2023/11/14 |
| 6  | 新东方沃凯德(江西)文旅有限公司     | 210 万         | 谢振华             | 杨志辉 | 2023/11/10 |
| 7  | 新东方沃凯德(内蒙古)文旅有限公司    | 300 万         | 王悦鑫             | 杨志辉 | 2023/11/8  |
| 8  | 洛阳新东方沃凯德文旅有限公司       | 300 万         | 吴旭              | 暂无  | 2023/11/7  |
| 9  | 新东方沃凯德(江苏)文旅有限公司     | 2000 万        | 杨衍朋             | 杨志辉 | 2023/11/6  |
| 10 | 河南新东方沃凯德文旅有限公司       | 300 万         | 唐浩平             | 杨志辉 | 2023/11/2  |
| 11 | 新东方沃凯德(河北)文旅有限公司     | 300 万         | 方鹏              | 杨志辉 | 2023/11/1  |
| 12 | 新东方沃凯德(镇江)文旅有限公司     | 300 万         | 吴宏志             | 杨志辉 | 2023/11/28 |
| 13 | 深圳新东方沃凯德文旅有限公司       | 300 万         | 傅译              | 杨志辉 | 2023/11/30 |
| 14 | 新东方沃凯德吉林省文旅有限公司      | 300 万         | 马雷              | 杨志辉 | 2023/11/28 |
| 15 | 新东方沃凯德(山东)旅行有限公司     | 300 万         | 陈隆              | 陈隆  | 2023/11/20 |
| 16 | 新东方沃凯德(湖北省)文旅有限公司    | 200 万         | 王玮              | 杨志辉 | 2023/12/4  |
| 17 | 新东方(温州)文化旅游有限公司      | 200 万         | 吕琪              | 杨志辉 | 2023/11/13 |
| 18 | 新东方(江苏)文旅投资有限公司      | 10000 万       | 俞敏洪             | 俞敏洪 | 2023/11/16 |

数据来源: 新旅界面, 企查查, 东吴证券研究所

综合来看, FY24Q2 公司营收增长超此前业绩指引, non-GAAP 经营利润率同比增长 3.3pct。基于公司递延收入的快速增长、网点扩张节奏稳定以及 FY23Q3 的低基数效应, 我们预计 FY24Q3 公司收入增长或继续加速。我们将 FY24-26 公司 Non-GAAP 归母净利润从 4.0/5.1/6.0 亿美元上调至 4.1/5.2/6.3 亿美元, 当前股价对应 PE 分别为 32/25/21X (按照 2024/01/29 美元兑港元汇率 7.8125 换算), 维持“买入”评级。

## 5. 风险提示

**高中学科培训政策变动风险：**参照《双减意见》，高中学生学科补习机构的管理方式尚不确定。外部政策环境对于公司的高中学科培训收入影响较大。

**人才流失和品牌信誉风险：**公司业务在一定程度上依赖于名师资源和品牌信誉。若公司人才资源流失，或出现较多负面新闻，则会对后续招生产生不利影响。

**教育行业竞争加剧风险：**教育行业分散且竞争激烈，公司在各课程门类和经营地区均面临竞争。竞争加剧有可能对公司的收入和利润率产生不利影响。

**新业务拓展不及预期风险：**新东方的非学科培训、智慧教育和文旅业务，以及子公司东方甄选的直播电商尚处于起步期，未来发展情况存在较大不确定性。

## 新东方-S 三大财务预测表

| 资产负债表 (百万美元)   |                 |                 |                 |                 | 利润表 (百万美元)      |                 |                 |                 |                 |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
|                | FY2023A         | FY2024E         | FY2025E         | FY2026E         |                 | FY2023A         | FY2024E         | FY2025E         | FY2026E         |
| <b>流动资产</b>    | <b>4,413.89</b> | <b>5,149.89</b> | <b>6,285.67</b> | <b>7,476.06</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>2,997.76</b> | <b>4,059.18</b> | <b>4,974.78</b> | <b>5,792.26</b> |
| 现金及现金等价物       | 1,662.98        | 2,289.85        | 3,307.42        | 4,392.33        | 营业成本            | 1,409.44        | 1,764.81        | 2,149.15        | 2,490.87        |
| 应收账款及票据        | 33.07           | 11.28           | 13.82           | 16.09           | 销售费用            | 444.69          | 615.15          | 749.74          | 869.91          |
| 存货             | 52.69           | 68.63           | 83.58           | 96.87           | 管理费用            | 953.58          | 1,169.95        | 1,449.73        | 1,703.50        |
| 其他流动资产         | 2,665.14        | 2,780.14        | 2,880.85        | 2,970.78        | 研发费用            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>非流动资产</b>   | <b>1,978.57</b> | <b>2,142.31</b> | <b>2,165.29</b> | <b>2,187.11</b> | 其他费用            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 固定资产           | 359.76          | 412.46          | 462.52          | 510.07          | <b>经营利润</b>     | <b>190.05</b>   | <b>509.27</b>   | <b>626.16</b>   | <b>727.98</b>   |
| 商誉及无形资产        | 570.23          | 541.72          | 514.63          | 488.90          | 利息收入            | 114.45          | 58.20           | 80.14           | 115.76          |
| 长期投资           | 361.45          | 361.45          | 361.45          | 361.45          | 利息支出            | 0.71            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他长期投资         | 527.36          | 527.36          | 527.36          | 527.36          | 其他收益            | (2.36)          | (0.69)          | 0.76            | 2.05            |
| 其他非流动资产        | 159.77          | 299.33          | 299.33          | 299.33          | <b>利润总额</b>     | <b>301.43</b>   | <b>566.79</b>   | <b>707.07</b>   | <b>845.80</b>   |
| <b>资产总计</b>    | <b>6,392.46</b> | <b>7,292.20</b> | <b>8,450.95</b> | <b>9,663.17</b> | 所得税             | 66.07           | 130.36          | 148.48          | 169.16          |
| <b>流动负债</b>    | <b>2,250.98</b> | <b>2,672.10</b> | <b>3,274.40</b> | <b>3,812.12</b> | <b>净利润</b>      | <b>235.36</b>   | <b>436.43</b>   | <b>558.59</b>   | <b>676.64</b>   |
| 短期借款           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 少数股东损益          | 58.02           | 67.73           | 86.69           | 105.01          |
| 应付账款及票据        | 69.76           | 53.92           | 65.67           | 76.11           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>177.34</b>   | <b>368.70</b>   | <b>471.90</b>   | <b>571.63</b>   |
| 其他             | 2,181.21        | 2,618.17        | 3,208.73        | 3,736.01        | EBIT            | 187.68          | 508.59          | 626.93          | 730.04          |
| <b>非流动负债</b>   | <b>326.69</b>   | <b>371.03</b>   | <b>371.03</b>   | <b>371.03</b>   | EBITDA          | 310.61          | 556.90          | 676.45          | 780.71          |
| 长期借款           | 14.65           | 14.65           | 14.65           | 14.65           | Non-GAAP 归母净利润  | 258.91          | 413.96          | 522.47          | 633.59          |
| 其他             | 312.04          | 356.38          | 356.38          | 356.38          |                 |                 |                 |                 |                 |
| <b>负债合计</b>    | <b>2,577.67</b> | <b>3,043.13</b> | <b>3,645.43</b> | <b>4,183.15</b> |                 |                 |                 |                 |                 |
| 股本             | 1.70            | 1.70            | 1.70            | 1.70            | <b>主要财务比率</b>   | <b>2023A</b>    | <b>2024E</b>    | <b>2025E</b>    | <b>2026E</b>    |
| 少数股东权益         | 210.44          | 278.17          | 364.86          | 469.87          | 每股收益(美元)        | 0.11            | 0.22            | 0.29            | 0.35            |
| 归属母公司股东权益      | 3,604.35        | 3,970.91        | 4,440.67        | 5,010.15        | 每股净资产(美元)       | 2.32            | 2.57            | 2.90            | 3.31            |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>6,392.46</b> | <b>7,292.20</b> | <b>8,450.95</b> | <b>9,663.17</b> | 发行在外股份(百万股)     | 1,655.12        | 1,655.12        | 1,655.12        | 1,655.12        |
|                |                 |                 |                 |                 | ROIC(%)         | 3.81            | 9.68            | 10.90           | 11.32           |
|                |                 |                 |                 |                 | ROE(%)          | 4.92            | 9.29            | 10.63           | 11.41           |
|                |                 |                 |                 |                 | 毛利率(%)          | 52.98           | 56.52           | 56.80           | 57.00           |
|                |                 |                 |                 |                 | 销售净利率(%)        | 5.92            | 9.08            | 9.49            | 9.87            |
|                |                 |                 |                 |                 | 资产负债率(%)        | 40.32           | 41.73           | 43.14           | 43.29           |
|                |                 |                 |                 |                 | 收入增长率(%)        | (3.46)          | 35.41           | 22.56           | 16.43           |
|                |                 |                 |                 |                 | 净利润增长率(%)       | 114.93          | 107.90          | 27.99           | 21.13           |
|                |                 |                 |                 |                 | P/E             | 74.31           | 35.74           | 27.92           | 23.05           |
|                |                 |                 |                 |                 | P/B             | 3.43            | 3.10            | 2.74            | 2.40            |
|                |                 |                 |                 |                 | EV/EBITDA       | 14.94           | 19.58           | 14.61           | 11.27           |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为美元,美元兑港元汇率为2024年1月29日的7.8125,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>