

新东方教育 (EDU.N) 2018财年一季度业绩点评

扩张加速，全年收入指引提升

2017年10月25日

【投资要点】

- ◆ 新东方 (EDU.N) 于 2017 年 10 月 24 日发布截至 2017 年 8 月 31 日的 FY18Q1 未经审计的财务报表。2017 年 7 月 25 日北京时间晚 8 时举行 FY18Q1 业绩电话会。
- ◆ **K12 持续驱动收入增长。** FY18Q1 新东方教育收入 6.61 亿美元，同比增长 23.8% (以美元计)；利润增长 12.3% 达到 1.58 亿美元；入学人次增加 15.6% 达到 153.29 万人。K12 业务收入同比增加 35% (以美元计)，入学人次同比增加 35%；其中 U-Can 收入同比增加 35% (以美元计)，入学人次增加 22%；POP Kids 收入增加 36% (以美元计)，入学人次增加 23%。出国考培收入增加 16% (以美元计)。VIP 业务收入增加 32% (以美元计)。
- ◆ **扩张加快，提升全年收入指引。** FY18 集团目标新增加 20% 的学习中心，在现有学习中心扩充 10% 的容量。在 5 到 10 个城市铺开双师模式。FY18Q2 预期收入 4.47 亿美元到 4.61 亿美元，同比增加 31%-35%。FY18 预期收入增速达到 30%，其中 25% 来自入学人次，5-7% 来自价格提升。

【投资建议】

- ◆ 基于以上判断，我们长期看好公司的发展，同时上调盈利预测，预期公司 2018 年、2019 年和 2020 年的每 ADS 收益分别为 2.22 美元、3.10 美元和 4.19 美元，对应 41.83 倍、29.86 倍和 22.05 倍 PE。我们维持新东方教育“增持”评级。



挖掘价值 投资成长

增持 (维持)

东方财富证券研究所

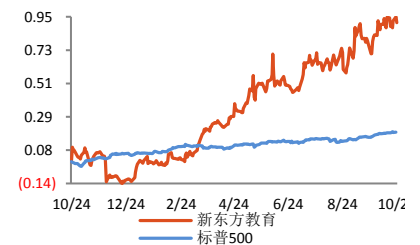
证券分析师：闵立政

证书编号：S1160516020001

联系人：高思雅

电话：021-23586487

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万美元)	14566.01
流通市值 (百万美元)	14566.01
52 周最高/最低 (美元)	93.97/41.51
52 周最高/最低 (PE)	54.14/24.86
52 周最高/最低 (PB)	8.84/4.06
52 周涨幅 (%)	91.27
52 周换手率 (%)	204.63

相关研究

《新东方 FY17Q4 业绩点评：K12 业务发力，预期 FY18 增速维持》

2017.07.26

盈利预测

项目\年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万美元)	1799.51	2217.52	2760.22	3315.03
增长率 (%)	21.72	23.23	24.47	20.10
EBITDA (百万美元)	319.91	416.28	545.86	704.93
归母净利润 (百万美元)	274.46	348.25	487.80	660.72
增长率 (%)	21.56	26.89	40.07	35.45
EPS (美元/ADS)	1.74	2.22	3.10	4.19
市盈率 (P/E)	53.07	41.83	29.86	22.05
市净率 (P/B)	4.98	4.03	3.27	2.64
EV/EBITDA	45.53	34.99	26.68	20.66

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ K12课外辅导或海外考试培训业务招生不及预期
- ◆ 核心教师大规模流失

利润表 (百万美元)

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,799.51	2,217.52	2,760.22	3,315.03
营业成本	749.59	1,293.93	1,618.22	1,952.66
毛利	1,049.92	923.60	1,142.00	1,362.36
其他收入	2.37	2.00	2.00	2.00
销售及分销成本	232.83	281.00	342.26	396.38
行政开支	554.95	667.12	810.00	941.10
其他开支	0.00	0.00	0.00	0.00
资产重估盈余或减值	0.00	0.00	0.00	0.00
应占联营或合营公司溢利	-3.29	0.00	0.00	0.00
财务成本	-61.45	-64.93	-109.10	-163.37
所得税	50.62	61.91	86.56	117.08
影响净利润的其他项目	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	276.80	350.82	490.51	663.47
本公司拥有人应占净利润	274.46	348.25	487.80	660.72
非控股权益应占净利润	2.34	2.57	2.70	2.76

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

【附录】

FY18Q1业绩电话会会议纪要

参会：新东方 CFO 杨志辉，IR 赵思思

FY18Q1 业绩

- 经营情况

FY18Q1 新东方教育收入 6.61 亿美元，同比增长 23.8% (以美元计)；利润增长 12.3% 达到 1.58 亿美元；入学人次增加 15.6% 达到 153.29 万人。

集团收入增长主要受到 K12 业务驱动，K12 业务收入同比增加 35% (以美元计)，入学人次同比增加 35%。其中 U-Can 收入同比增加 35% (以美元计)，入学人次增加 22%；POP Kids 收入增加 36% (以美元计)，入学人次增加 23%。

出国考培收入增加 16% (以美元计)。

VIP 业务收入增加 32% (以美元计)。

- 扩张

FY18Q1，集团在 22 个城市增加 43 个学习中心，约 11.6 万平方米，教室增量同比增加 31%，环比增加 8%。

集团持续在低线城市推广双师模式以把握行业机遇。本季度末，集团在现有 30 个城市和新的 7 个城市测试这一模型，目前渗透率不断提升。

- 暑期营销活动

FY18Q1，新东方在 38 个城市进行了暑期营销，覆盖 55.4 万学生；此动作带来长期收益，本季度末集团递延收益达到 9.3 亿，较去年同期增加 41.5%。同时，营销活动使得一季度 Margin 下降约 2%。因为暑期营销吸引的学生将长时间留在集团体系内，成功的暑期营销会驱动长期收入。

- ASP

人均单价 (Blended ASP, =总收入/总入学人数) 同比增加 8% (以美元计)。

本季度，VIP 业务录得 32% 的收入；自 FY17Q3 开始，集团考虑在 6 月和 12 月集中注册 VIP 课程，因而本季度录得 U-Can VIP 课程入学人次大幅增加。长期来看，集团预期 VIP 业务增速将低于整体增速，且将拉低集团平均单价。

本季度以人民币计的每小时人均单价 (Hourly Blended ASP)，U-Can 提升 1%，POP Kids 提升 3%，出国考培增加 10%。

- 使用率

FY18Q1，集团教师整体使用率有所下降，主要由扩张所致。

线上系统

线上系统分为三个层次，第一层为所有业务的 O2O 双向互动教育系统，第二层为在线教育平台，第三层级由公司投资的企业协同完善。

(1) O2O 双向互动教育系统使得线下业务可以向线上延伸。该教学系统自 2014 年 9 月起随 U-Can 投入使用，K12 业务部分现已覆盖所有入驻城市。对于海外考试培训业务 (雅思、托福、SAT)，该系统已在 20 个城市使用或测试。

(2) 在线教育平台 Koolearn.com 增长稳定，FY18Q1 收入 2000 万美元，同比增长 44% (以美元计)，付费用户同比增加 45%，注册用户达到 1770 万。koo.cn (酷学网，直播平台) 66.22 万注册用户。Donut 累计下载 6890 万。乐词累计

用户 660 万。

FY18Q1 合计投资 1440 万美元用于完善和维持 O2O 综合教育生态。大部分投资被计入 G&A 费用。线上系统的投入自 2014 年开始，有效提升学生留存率且获客，集团相信当前投资在长期能带来回报。

财务数据

FY18Q1，集团经营利润率为 24.4%，去年同期为 28.6%。经营利润率的下降主要因为扩张和暑期营销活动。

本季度 CAPEX 达到 5410 万美元，主要用于新开 1 所学校，74 个学习中心和设备更新。

未来指引

FY18 集团目标增加 20% 的学习中心，在 5 到 10 个城市试行双师模式，深化 O2O 综合系统的使用。

FY18Q2 预期收入 4.47 亿美元到 4.61 亿美元，同比增加 31%-35%。

Q&A

Q: 全年利润率或者 EPS 指引?

A: 扩张和暑期营销活动有短期影响，下半年 margin 压力会降低。财年余下的季度，利润率会改善。

Q: 二季度指引很强，可以分拆?

A: U-Can 收入增长 45-50%，POP Kids 增加 50% 以上，出国考试培训 12-15%，国内考试 10%，咨询业务 25%，Koolearn.com 增加 40-50%。

Q: 扩张增速的指引从 10% 到 15% 到 20%，多少来自新开教学中心?

A: FY18，新增教学中心 20%，现有教学中心扩容 10%。市场好，所以加快了扩张速度。

Q: 利润率压力多少来自暑期营销活动，多少来自扩张?

A: 本季度 Non-GAAP 利润率下降 3.9%，其中 2% 来自暑期营销活动，1.8% 左右来自新学习中心。

Q: 全年使用率提升?

A: 现在判断为时过早，不过 FY18Q1 应该最低的。

Q: 目前使用率?

A: FY18Q1 使用率下降了 1%-2%，因为我们在过去 2 个季度增加了 94 个学习中心。我们目前有 800-900 个学习中心，不披露不同学习中心的使用率。

Q: 北京、上海、广州、深圳的入学人次的增速?

A: K12 部分，北京收入增速 39%，上海增速 36%，前五大增速 40%，占比 45-46%。

Q: 夏季营销活动的学生留存率?

A: 今年留存 50%左右, 去年 40%。

Q: 全年净利润能比去年更高?

A: FY18Q1 利润率下降 3.8%, 其他季度会弥补这一利润, 但和去年相比情况如何, 现在无法下结论。

Q: 目前快速扩张, 公司管理如何跟上?

A: 目前管理更集中化, 包括教学质量、教学内容、教师质量等。今年增加 20% 的新学习中心和 10%原有学习中心扩容, 我们对教师的薪资体系很有信心, 新东方给老师们在市场上最有竞争力的薪酬。

Q: 目前的扩张和早前的扩张有什么区别, 从 KPI 上来看?

A: 去过 6-7 年前, 集团曾快速扩张, 80%的收入来自 KPI, 20%来自利润提升。目前集团的 KPI 包括, 在扩张和维持经营利润间平衡。

Q: 新的学习中心多久可以成熟?

A: 过去一年盈亏平衡, 目前可以在 5-8 个月。

Q: 中长期利润率的指引?

A: 未来 2 年内利润率达到 17-18%。

Q: 海外考试考培的收入和入学人次增速?

A: 收入增加 14% (以人民币计), 入学人次下降 3%。因为去年开始增加了托福、雅思、SAT 课的时长, 所以人数下降了 8-9%。总课程量增加 3.5%。

Q: 营销费用本季度上市, 未来趋势?

A: 本季度上升是因为新开。长期会下降。

Q: 为什么二季度收入指引提升?

A: 全年收入目标都提升了, 目前是 30%左右, 其中 25%来自数量增加, 5%-7%来自价格提升。

Q: 现有城市的学习中心密度? 一二线城市情况?

A: 集团目前入驻 66 个城市, 未来总学习数量可能是 1200 到 1500 之间。北京现在已经有 90 个了, 未来最多在 150 左右。还有很多人口超过 200 万的城市, 我们还没有进入。虽然新东方已经是行业龙头, 但目前份额低于 2%, 所以我们也加速布局。

Q: 二线城市的可行布局数量?

A: 目前没有这个数据。长期的话, 二三线城市或可以布局 50-70 个学习中心, 但这类城市目前我们只布了 20-30 个。

Q: Koolearn 的收入和付费用户重新提速。这一业务目前和未来的利润率情况?

A: Koolearn 目前利润率 10%-15%。未来收入增速 40%-50%，甚至更高。

Q: 暑期营销活动会持续?

A: 暑期营销活动有效帮助集团提升市场份额。虽然本季度影响利润率，但全年可弥补。

Q: 双师模式的利用率和留存率? 全年扩张预期? 多久可以盈亏平衡? 多久可以收回投资?

A: 现在来说这个模式的留存率为时过早，目前数据，去年的学生 50%-60%留存。FY18 进入 5-10 个新的城市。目前很多城市我们只有一个双师模式的学习中心。

Q: 收购或者投资计划?

A: 还在计划当中，集团倾向纯线上公司，或者线下的幼儿园，想要协同效应，也会考虑估值。

Q: K12 和出国考试考培的竞争情况?

A: 虽然我们是龙头，但是目前份额小于 2%。行业竞争比预期的好。如果新东方能保持有质量的教师和好的服务，就会获得更高的份额。上个季度，出国考试考培收入增加 17%，还是有提升的空间。

Q: 双师模式，目前在多少城市测试?

A: 目前进入了 7 个新的城市，在现有城市的 30 个学习中心测试。未来在低线城市可能有更大的机会。

Q: FY18Q2 的入学人次增速?

A: 从去年开始，把冬季春季报名合并。下个季度收入增速 31%-35%，其中 25%-31%来自报名人次。

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

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。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。