

**方正证券研究所证券研究报告**
**新东方 (EDU)**

公司研究

传媒行业

公司短评报告

2019. 4. 24

**首席分析师:** 杨仁文  
 执业证书编号: S1220514060006  
 E-mail: yangrenwen@foundersec.com  
**首席分析师:** 姚蕾  
 执业证书编号: S1220516080006  
 E-mail: yaolei0@foundersec.com

**历史表现:**


数据来源: wind 方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

**事件:**

- 1、公司公告 FY19Q3 实现营业收入 7.97 亿美元 (YoY+28.9%)，归母净利润 9741 万美元 (YoY+42.5%)，Non-GAAP 归母净利润 1.09 亿美元 (YoY+19.4%)。
- 2、FY19Q3 参加辅导和考试准备课程的学生入学人数增至 157.06 万 (YoY+82.3%)。截至 FY19Q3，共设有 1164 个学校和教学中心。
- 3、FY19Q4 业绩指引：营收区间预计为 8.21-8.41 亿美元，YoY+17%-20%。

**点评:**

- 1、**营收增长 28.9%略超指引，经营杠杆显现、经营利润率同比提升 2.6pct。** FY19Q3 营业收入超过上季度指引，主要得益于 K-12 课后辅导业务收入的增长；毛利率同比上升 1.1pct；销售费用率下降至历史较低水平、管理费用率基本持平，经营利润率显著提升。公司去年容量有较大扩张，随着新校区利用率提升，经营杠杆效应逐步显现。截至 FY19Q3，公司在手现金充足，递延收益增速同比下滑，原因在于：根据 2018 年 8 月印发的《国务院办公厅关于规范校外培训机构发展的意见》，校外培训机构不得一次性收取时间跨度超过 3 个月的费用，因此，公司自 2018 年 11 月起相应调整了 K-12 课后辅导业务的收费窗口期，导致近两个季度递延收益增速均受到较大影响；此外，截至 FY19Q3 期末，公司根据新的会计政策将 7260 万美元递延收入重分类为应计费用和其他流动负债。
  - 2、**FY19Q3 各线业务维持较高增速，营收增长主要受学生人数增长驱动。** **学生、城市与招生：** FY19Q3 学生人数约 157.06 万人，YoY+82.3%；扩容计划稳步推进，新进入西宁、绵阳、新乡三个城市。**客单价：** 课程平均 ASP YoY-24%，主要由于收费窗口期调整影响了本季度总现金收入；每小时平均 ASP YoY+5%，其中优能中学 YoY+5%，泡泡少儿教育 YoY+10%，出国考试培训 YoY+9%。**分业务情况：** FY19Q3，K-12 业务营收 YoY+38%，其中优能中学收入 YoY+37%，泡泡少儿教育收入 YoY+41%；留学考试培训 YoY+11%；VIP1V1 业务 YoY+24%。线上业务方面，子公司新东方在线已于 2019 年 3 月 28 日在香港证券交易所主板上市交易，股票代码“1797”，融资 17.78 亿港元。
  - 3、**盈利预测与估值：** 根据彭博一致预期，公司 FY2019-FY2021 调整后净利润为 4.13/5.35/6.87 亿美元，调整后 EPS 为 2.61/3.35/4.28 美元，对应 PE 为 34.6 /27.0/21.1X。
- 风险提示：** 课外培训与留学签证政策趋严风险、学生人数增加不达预期风险、在线教育业务盈利不达预期风险、实体中心扩张风险、汇率波动风险、市场竞争加剧风险、估值中枢下移风险等。

## 事件:

1、FY19Q3 营业收入为 7.97 亿美元 (YoY+28.9%)，主要得益于 K-12 课后辅导业务学生人数的增长。FY19Q1-Q3 营业收入为 22.54 亿美元 (YoY+29%)。

2、FY19Q3GAAP 经营利润为 9578 万美元 (YoY+64.1%); Non-GAAP 经营利润为 1.14 亿美元 (YoY+40.2%)。FY19Q1-Q3 经营利润为 2.29 亿美元 (YoY+10.8%); Non-GAAP 经营利润为 2.74 亿美元 (YoY+13.5%)

3、FY19Q3 归母净利润为 9741 万美元 (YoY+42.5%); Non-GAAP 归母净利润为 1.09 亿美元 (YoY+19.4%)。FY19Q1-Q3 归母净利润为 1.95 亿美元 (YoY-15.7%); Non-GAAP 归母净利润为 3.16 亿美元 (YoY+18.7%)。

4、FY19Q3GAAP 基本和摊薄每 ADS 净收益分别为 0.62/0.61 美元，Non-GAAP 基本和摊薄每 ADS 净收益分别为 0.69/0.69 美元；每份 ADS 等于一份 A 类普通股。FY19Q1-Q3 基本和摊薄每 ADS 净收益分别为 1.23/1.23 美元，Non-GAAP 基本和摊薄每 ADS 净收益分别为 1.99/1.99 美元。

5、FY19Q3 参加学科辅导及备考课程的学生入学人数为 157.06 万 (YoY+82.3%)。FY19Q1-Q3 学生入学人数为 562.67 万 (YoY+31.7%)。

6、截至 FY19Q3，学校和教学中心共 1164 个，同比增加 164 个，环比增加 39 个；其中学校 92 所，同比增加 5 所，环比增加 3 所。

7、公司公告 FY19Q4 业绩指引：营收区间预计为 8.21-8.41 亿美元，YoY+17%-20% (以人民币计约为 23%-26%)。

8、子公司新东方在线已经完成全球发售并于 2019 年 3 月 28 日在香港证券交易所主板开始交易，股票代码“1797”。未来，新东方在线将根据国际财务报告标准披露其定期财务业绩。上市后，其财务业绩将继续纳入新东方的财务记录。

## 点评:

### 1 营收增长 28.9%略超指引，经营杠杆显现、经营利润率同比提升 2.6pct

#### 1.1 营收增长略超预期

FY19Q3 营业收入为 7.97 亿美元，YoY+28.9%，超过上季度指引，主要得益于 K-12 课后辅导业务收入的增长；其中教学培训及服务收入 7.27 亿美元，YoY+28.7%，其他业务收入 0.7 亿美元，YoY+30.6%。

#### 1.2 毛利率同比上升 1.1pct

营业成本方面，FY19Q3 主营业务成本为 3.38 亿美元，YoY+25.6%，

主要是由于继续推进扩张战略、因授课时长增加而带来的教师薪酬提高以及新增教学中心带来的租金成本增长。FY19Q3 毛利润 4.59 亿美元，YoY+31.5%；毛利率 57.6%，较去年同期提升 1.1pct。

### 1.3 销售费用率下降至历史较低水平、管理费用率基本持平，经营利润率显著提升

FY19Q3 营销费用为 8746 万美元 (YoY+13.3%)，主要是由于品牌推广费用的增加以及销售和营销人员的薪资增长。销售费用率为 11.0%，较去年同期下降 1.5pct，为近 10 个季度以来的最低水平。

FY19Q3 管理费用为 2.76 亿美元 (YoY+29.1%)，主要由于随着规模扩张带来的人员增加、O2O 相关的研发投入和人力资源支出的增加。管理费用率为 34.6%，较去年同期提升 0.1pct，基本持平。

FY19Q3GAAP 经营利润为 9578 万美元，YoY+64.1%，较上年同期显著增加。经营利润率 12.0%，较上年同期提升 2.6pct。公司去年容量有较大扩张，随着新校区利用率的提升，经营杠杆效应逐步显现。

### 1.4 递延收益仍处“收费窗口期调整”政策影响期间，增速同比下滑

FY19Q3 GAAP 归母净利润为 9741 万美元，YoY+42.5%，归母净利率 12.2%，同比提升 1.2pct；Non-GAAP 归母净利润为 1.09 亿美元，YoY+19.4%。

截止 FY19Q3，公司现金及现金等价物余额为 8.45 亿美元，定期存款为 9665 万美元，短期投资为 17.9 亿美元。

截止 FY19Q3，公司递延收入余额为 11.92 亿美元，YoY+10.0%，增速低于去年同期的 42.5%，环比来看与上一季度基本持平，同比增速下降主要来自两方面原因：一方面，公司自 2018 年 6 月 1 日起变更会计准则，导致截至 2019 年 2 月 28 日，7260 万美元递延收入被重分类为应计费用和其他流动负债，表示公司预计可能发生的退款金额；另一方面，根据 2018 年 8 月印发的《国务院办公厅关于规范校外培训机构发展的意见》，校外培训机构不得一次性收取时间跨度超过 3 个月的费用，因此，公司自 2018 年 11 月起相应调整了 K-12 课后辅导业务的收费窗口期，导致近两个季度递延收益增速均受到较大影响。

## 2 FY19Q3 各线业务维持较高增速，营收增长主要受学生人数增长驱动

### 2.1 学生人数 YoY+82.3%高速增长，扩容计划稳步推进、再下三城

FY19Q3 学生人数约 157.06 万人，YoY+82.3%，是营收增长的主要驱动因素。

截至 FY19Q3，公司共有 1164 所学校和教学中心（其中有学校 92 所），同比增加 164 个，环比增加 39 个；现有城市学习中心数量净增加 36 个，同时在西宁新开一家线下培训中心，在绵阳和新乡各开一家双师

学校；教室总面积 YoY+27%，QoQ+6%。

本季度 K-12 业务留存率有所提高，表明公司 FY19 启动的教学内容和方法标准化战略成效显著。

## 2.2 客单价保持平稳提升

课程平均 ASP（总现金收入/总学生报名数）YoY-24%，主要由于收费窗口期调整影响了本季度总现金收入；每小时平均 ASP（GAAP 收入/总教学时长）YoY+5%，其中优能中学 YoY+5%，泡泡少儿教育 YoY+10%，出国考试培训 YoY+9%。收费窗口期调整对总现金收入有较大影响，但对 GAAP 净收入没有影响，因此每小时平均 ASP 增长保持平稳。

## 2.3 各业务线收入均保持增长，新东方在线港交所主板上市

FY19Q3，K-12 业务发展依然最为迅速，营收 YoY+38%，其中优能中学收入 YoY+37%，泡泡少儿教育收入 YoY+41%；留学考试培训 YoY+11%；VIP1V1 业务 YoY+24%。

线上业务方面，子公司新东方在线已于 2019 年 3 月 28 日在香港证券交易所主板上市交易，股票代码“1797”。扣除承销费、佣金和与全球发行有关的费用后，新东方在线全球发行净收入约为 17.78 亿港元（2.27 亿美元），将主要用于：员工招聘和培训、战略收购或投资、提高课程开发能力、增强和升级技术基础设施、改进销售及营销，扩大学生基础、深化学生参与、以及营运资本和其他一般用途。未来，新东方在线将根据国际财务报告标准披露其定期业绩，财务业绩将继续纳入新东方的财务报表。

图表 1：新东方主要财务数据（年度）

单位：百万美元	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>营业收入</b>	<b>284.9</b>	<b>375.4</b>	<b>539.9</b>	<b>753.2</b>	<b>959.9</b>	<b>1138.9</b>	<b>1246.8</b>	<b>1478.3</b>	<b>1799.5</b>	<b>2447.4</b>
营业收入 YoY	31.8%	43.8%	39.5%	27.4%	31.8%	18.6%	9.5%	18.6%	21.7%	36.0%
教育培训及服务	258.7	342.0	490.4	675.2	857.7	1006.2	1103.0	1309.3	1609.0	2165.2
YoY	32.2%	43.4%	37.7%	27.0%	32.2%	17.3%	9.6%	18.7%	22.9%	34.6%
营收%	90.8%	91.1%	90.8%	89.6%	89.4%	85.2%	83.4%	83.8%	89.4%	88.5%
图书出版	26.2	33.5	49.4	78.0	102.2	132.7	143.8	169.0	190.6	282.3
YoY	27.8%	47.8%	57.8%	31.0%	27.8%	29.8%	8.4%	17.5%	12.7%	48.1%
营收%	9.2%	8.9%	9.1%	10.4%	10.6%	11.7%	11.5%	11.4%	10.6%	11.5%
<b>毛利润</b>	<b>176.5</b>	<b>233.1</b>	<b>326.1</b>	<b>460.1</b>	<b>575.7</b>	<b>687.2</b>	<b>720.4</b>	<b>864.0</b>	<b>1049.9</b>	<b>1381.7</b>
毛利润 YoY	-	32.1%	39.9%	41.1%	25.1%	19.4%	4.8%	19.9%	21.5%	31.6%
毛利率	61.9%	62.1%	60.4%	61.1%	60.0%	60.3%	57.8%	58.4%	58.3%	56.5%
<b>经营利润</b>	<b>60.4</b>	<b>76.2</b>	<b>93.9</b>	<b>120.5</b>	<b>122.9</b>	<b>197.6</b>	<b>153.5</b>	<b>198.8</b>	<b>262.1</b>	<b>263.0</b>
经营利润 YoY	-	26.2%	23.3%	28.3%	2.0%	60.8%	-22.3%	29.5%	31.8%	0.3%
经营利润率	21.2%	20.3%	17.4%	16.0%	12.8%	17.4%	12.3%	13.4%	14.6%	14.6%
<b>归母净利润</b>	<b>61.0</b>	<b>77.8</b>	<b>101.8</b>	<b>132.7</b>	<b>136.3</b>	<b>215.7</b>	<b>193.0</b>	<b>224.9</b>	<b>274.5</b>	<b>296.1</b>
归母净利润 YoY	24.5%	27.5%	30.8%	30.4%	2.7%	58.3%	-10.5%	16.5%	22.0%	7.9%
归母净利润率	21.4%	20.7%	18.9%	17.6%	14.2%	18.9%	15.5%	15.2%	15.3%	12.1%

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表 2: 新东方主要财务数据 (季度)

单位: 百万美元	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
<b>营业收入</b>	<b>534.1</b>	<b>341.2</b>	<b>437.8</b>	<b>486.4</b>	<b>661.2</b>	<b>467.2</b>	<b>618.1</b>	<b>701.0</b>	<b>859.8</b>	<b>597.1</b>	<b>796.7</b>
营业收入YoY	16.5%	22.7%	26.2%	23.2%	23.8%	36.9%	41.2%	44.1%	30.1%	27.8%	28.9%
营业收入QoQ	35.3%	-36.1%	28.3%	11.1%	35.9%	-29.3%	32.3%	13.4%	22.7%	-30.6%	33.4%
教育培训及服务	494.3	312.2	394.8	407.7	604.5	422.6	564.8	573.3	797.5	543.6	727.1
YoY	17.0%	24.1%	26.0%	26.5%	22.3%	35.4%	43.0%	40.6%	31.9%	28.6%	28.7%
QoQ	53.4%	-36.8%	26.5%	3.3%	48.3%	-30.1%	33.6%	1.5%	39.1%	-31.8%	33.8%
营收%	92.5%	91.5%	90.2%	83.8%	91.4%	90.5%	91.4%	81.8%	92.8%	91.0%	91.3%
图书出版	39.8	29.0	43.1	78.7	56.7	44.6	53.3	127.7	62.3	53.5	69.6
YoY	10.0%	9.4%	27.9%	8.3%	42.5%	53.7%	23.7%	62.2%	9.9%	20.0%	30.6%
QoQ	-45.3%	-27.1%	48.6%	82.6%	-28.0%	-21.4%	19.6%	139.4%	-51.2%	-14.1%	30.1%
营收%	7.5%	8.5%	9.8%	16.2%	8.6%	9.5%	8.6%	18.2%	7.2%	9.0%	8.7%
<b>毛利润</b>	<b>330.7</b>	<b>177.8</b>	<b>254.2</b>	<b>287.1</b>	<b>391.0</b>	<b>239.9</b>	<b>349.3</b>	<b>401.5</b>	<b>492.4</b>	<b>297.0</b>	<b>459.2</b>
毛利润YoY	15.3%	23.7%	26.0%	24.1%	18.2%	34.9%	37.4%	39.9%	25.9%	23.8%	31.5%
毛利润QoQ	43.0%	-46.2%	43.0%	12.9%	36.2%	-38.6%	45.6%	15.0%	22.6%	-39.7%	54.6%
毛利率	61.9%	52.1%	58.1%	59.0%	59.1%	51.4%	56.5%	57.3%	57.3%	49.7%	57.6%
<b>经营利润</b>	<b>152.6</b>	<b>0.2</b>	<b>57.5</b>	<b>51.8</b>	<b>161.1</b>	<b>-13.1</b>	<b>58.4</b>	<b>56.6</b>	<b>161.3</b>	<b>-28.6</b>	<b>95.8</b>
经营利润YoY	17.5%	102.1%	35.9%	39.6%	5.6%	-6207.5%	1.5%	9.2%	0.1%	-118.8%	64.1%
经营利润QoQ	311.4%	-99.9%	26769.2%	-9.9%	211.0%	-108.1%	546.6%	-3.1%	185.1%	-117.7%	434.9%
经营利润率	28.6%	0.1%	13.1%	10.6%	24.4%	-2.8%	9.4%	8.1%	18.8%	-4.8%	12.0%
<b>归母净利润</b>	<b>141.1</b>	<b>10.4</b>	<b>67.6</b>	<b>55.4</b>	<b>158.4</b>	<b>4.3</b>	<b>68.4</b>	<b>65.1</b>	<b>123.2</b>	<b>-25.8</b>	<b>97.4</b>
归母净利润YoY	9.7%	76.2%	39.6%	31.9%	12.3%	-58.7%	1.1%	17.4%	-22.2%	-702.9%	42.5%
归母净利润QoQ	235.7%	-92.7%	552.7%	-18.0%	185.8%	-97.3%	1497.9%	-4.8%	89.3%	-120.9%	477.6%
归母净利润率	26.4%	3.0%	15.4%	11.4%	24.0%	0.9%	11.1%	9.3%	14.3%	-4.3%	12.2%

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表 3: 新东方主要业务数据

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
<b>教学中心及学校 (个)</b>	<b>899</b>	<b>940</b>	<b>1000</b>	<b>1081</b>	<b>1100</b>	<b>1125</b>	<b>1164</b>
同比变动 (个)	128	151	197	226	201	185	164
环比变动 (个)	44	41	60	81	19	25	39
学校 (个)	78	82	87	87	88	89	92
同比变动 (个)	11	13	14	10	10	7	5
环比变动 (个)	1	4	5	0	1	1	3
<b>学生数量 (万人)</b>	<b>153</b>	<b>188</b>	<b>86</b>	<b>206</b>	<b>174</b>	<b>232</b>	<b>157</b>
学生数量YoY	15.6%	43.0%	7.7%	44.9%	13.2%	23.6%	82.3%

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

### 3 盈利预测与估值

根据彭博一致预期, 公司 FY2019-FY2021 调整后净利润为 4.13/5.35/6.87 亿美元, 调整后 EPS 为 2.61/3.35/4.28 美元, 对应 PE 为 34.6 /27.0/21.1X。

### 4 风险提示

课外培训与留学签证政策趋严风险、学生人数增加不达预期风险、在线教育业务盈利不达预期风险、实体中心扩张风险、汇率波动风险、市场竞争加剧风险、估值中枢下移风险等。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com