

公司研究

新东方在线 (1797.HK) 跟踪点评: 加大 K12 大班业务投入, 未来增长空间打开



新东方在线 (1797.HK) 跟踪点评

加大 K12 大班业务投入, 未来增长空间打开

疫情给在线培训机构带来巨大流量红利, 新东方在线推出春季班免费课程 (针对大班课), 领课人次超过 1000 万, 这些学生预计部分转化为暑期正价班课程学生。为迎接巨大学生流量, 大班课辅导老师和主讲老师都有非常大规模的扩招, 而 2020 年春季大班课没有贡献收入, 但为下个财年的收入增长奠定了基础。考虑到公司在教师、广告投入上的增加, 预计 20-21 财年的亏损较我们原先的预期大增, 伴随而来的公司 K12 业务的未来增速可高看一线。我们不改长线看好判断, 维持增持评级。

疫情期间加大双师大班业务投入, 收入增量将会在下个财年贡献

与其他线上课外培训机构不同, 新东方在线在 K12 业务主要布局于线上小班业务, 大班业务并未做过多的投入, 这主要由于过去大班业务的获客成本水涨船高, 盈利非常困难。2019 财年新新东方在线 K12 大班业务收入体量在 1 亿元左右, 基数并不大。在疫情期间, 应对突如其来的巨大流量, 新东方在线迅速反应, 大班业务板块推出免费春季班课程, 领课学生超过 1000 万人次。这一方面得益于新东方在线早早做好教师培训储备, 一方面是新新东方在线在技术上的打磨, 自己研发的大班直播平台已经可以稳定承接巨大流量。由于大班课是免费提供, 所以 2020 财年大班课收入会受到影响, 并且由于大班课业务急速扩张, 新东方在线的大班课辅导教师人数大幅上升, 由 2020 财年中期的 500 余人上升至目前的 2000-3000 人, 主讲教师也从原来的约 100 人上升至 200 人。我们预计大班学生人次的大幅提升会在下个财年贡献收入增量。

东方优播发展良好, 并未受到疫情影响

东方优播主要采取地推的方式推广, 但并未受到疫情不利影响: 一是 20 财年的扩张城市目标已经在 2019 年冬季全部完成大部分布局; 二是集团一向有做足教师培训和储备, 足以支持快速扩张。东方优播 2020 财年 H1 已经新进入 65 个城市, 全年维持新入 80-100 个城市的预期, 20 财年收入预计增速达 200%。

大学业务: 国内考研业务增长良好, 海外考试受疫情影响收入下滑

受疫情影响, 多个重要海外升学考试暂停, 影响了海外升学考试业务线收入。但国内升学考试业务线则增长良好, 考研业务推出了新产品, 受到市场欢迎。教育部 3 月印发通知, 扩大硕士研究生招生规模, 明确 2020 年将计划扩招 18.9 万名硕士研究生, 集团研究生升学考试备考业务料将受益。

处于高速增长赛道, 长线看好

整体 K12 课外培训市场规模巨大, 2018 年行业市场规模超过 5000 亿元人民币, 预计 2023 年将达 8200 亿元人民币。K12 线上课外培训处于高速增长期, 线上渗透率长期来看处于上升期, 2018-2023 年中国在线 K12 课外培训市场收入预计年复合增速是 64.8%, 从 2018 年的 302 亿元人民币增至 2023 年的 3672 亿元人民币, 5 年增长 12 倍, 可以说 K12 线上课外培训市场还处于黄金发展期 (根据弗若斯特沙利文预测数据)。考虑到大班的投入急增以及集团在广告费用投入上的加大, 我们上调未来两年的费用率预测并上调 2021-2022 财年 K12 业务收入端预测。依托新东方集团长期耕耘教育行业积累的品牌口碑, 我们不改长线看好观点, 维持增持评级。

(按 1 港币=0.9 元人民币兑换)

香港

教育行业
课外培训

2020 年 4 月 24 日

增持(维持)

收盘价 (24 Apr 2020)	35.4HKD
恒生指数	23831.33
总市值 (HKD 亿)	332
招股价 (HKD)	10.2

资料来源: Wind (截至 2020-04-24 收盘), 国信证券 (香港) 研究部

公司简介

新东方在线 1797.HK 是中国领先的线上教育龙头, 按照 2017 年营收规模计, 新东方在线是中国最大的综合线上校外辅导及备考服务供应商。新东方在线在大学考试备考市场中有显著领先优势, 占据 8.2% 的市场份额 (2017 年数据), 未来公司计划着重发展增速更快的 K12 课外辅导业务, 到 2021 年预计 K12 业务将占营收三分之一以上。

主要财务比率

	2018	2019	2020H1
毛利率	61.18%	55.11%	55.86%
净利率	12.61%	-6.97%	-15.37%
ROA	7.11%	-1.7%	-2.93%
ROE (摊薄)	10.32%	-1.53%	-2.14%
资产负债率	38.18%	21.37%	28.43%

资料来源: Wind, 国信证券 (香港) 研究部

注: 新东方在线财年截至 5-31

相关报告

《新东方在线 1797.HK: 全面的在线课外培训龙头》
《新东方在线 01797.HK 2019 财年应是业绩低点, 线上课外培训监管政策落地, 长线布局正当时》
《新东方在线 1797.HK 2019 财年业绩点评》
《新东方在线 01797.HK 跟踪点评: 精简业务线, 为长期增长蓄能》

杨晓琴

SFC CE No.: BBR309

+852 2899 8300

vivian.yang@guosen.com.hk

新东方在线 (1797.HK) 跟踪点评: 加大 K12 大班业务投入, 未来增长空间打开

杨晓琴, +852 2899 8300, vivian.yang@guosen.com.hk



表 1: 盈利预测

截至 May 31 (人民币百万)	FY18A	FY19A	FY20F	FY21F	FY22F
收入	650	919	1,079	1,584	2,405
营业利润	33	-189	-648	-317	-72
净利润	91	-40	-631	-307	-53
经调整每股盈利 (RMB)	0.10	(0.04)	(0.67)	(0.33)	(0.06)
每股股息 (RMB)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PE (x)	209.98	-482.41	-99.50	-323.20	462.18
PS(x)	37.0	26.2	23.0	17.4	12.5

资料来源: Wind (行情截至 2020-04-24 收盘), 公司公告, 国信证券 (香港) 研究部

风险提示

竞争激烈导致线上获客成本、营销费用投入持续升导致盈利推迟

财务报表摘要 (截至每财年 5 月 31 日)

损益表 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20F	FY21F	FY22F
收益	650	919	1,079	1,584	2,405
收益增长率 (%)	0.0	41.3	17.5	46.8	51.8
销售成本	(253)	(413)	(594)	(713)	(1,082)
毛利	398	506	486	871	1,323
其他收入	0	1	0	0	0
经营费用	(365)	(696)	(1,133)	(1,188)	(1,395)
经营溢利	33	(189)	(648)	(317)	(72)
经营溢利增长率 (%)	0.0	0.0	170.0	(48.6)	N/A
其他营业外收入/(支出)	13	105	7	0	0
财务收入	45	6	10	10	10
财务费用	0	0	0	0	0
联营公司及合营公司	2	3	0	0	0
税前利润	93	(75)	(631)	(307)	(62)
所得税	(11)	11	0	0	9
少数股东损益	9	24	0	0	0
净利润	91	(40)	(631)	(307)	(53)
其他调整	(19)	0	0	0	0
经调整核心净利润	72	(40)	(631)	(307)	(53)
经调整核心净利润增速 (%)	3	(155)	1,486	(51)	(83)
每股收益(人民币元)	0.10	(0.04)	(0.67)	(0.33)	(0.06)
经调整每股收益(人民币元)	0.10	(0.04)	(0.67)	(0.33)	(0.06)
经调整每股收益增速 (%)	17	(144)	1,486	(51)	(83)
每股股息(人民币元)	0	0	0	0	0
每股股息增速 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

资料来源: 公司数据, 国信证券 (香港) 研究部

资产负债表 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20F	FY21F	FY22F
固定资产	21	30	45	66	100
联营公司及合营公司	0	0	0	0	0
其他	200	4,191	2,444	2,550	2,655
非流动资产	221	4,221	2,488	2,617	2,755
存货	0	0	0	0	0
应收款及预付款项	110	124	151	222	337
银行存款及现金	709	2,498	2,050	1,683	1,657
其他	380	353	162	238	240
流动资产	1,200	2,975	2,363	2,142	2,234
银行及其他借款	0	0	0	0	0
应付贸易账款及其他应付款项	29	42	54	79	120
应付税项	9	11	14	21	31
其他	493	629	723	950	1,323
流动负债	531	682	791	1,050	1,474
银行及其他借款	0	0	0	0	0
其他	11	17	17	25	38
非流动负债	11	17	17	25	38
净资产	878	2,570	1,939	1,632	1,579
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
溢价及储备	885	2,602	1,971	1,664	1,611
股东应占权益	885	2,602	1,971	1,664	1,611
少数股东权益	-7	-31	-31	-31	-31
总权益	878	2,570	1,939	1,632	1,579
每股净资产(人民币元)	0.9	2.7	2.1	1.7	1.7

资料来源: 公司数据, 国信证券 (香港) 研究部

研究报告仅代表分析员个人观点, 请务必阅读正文之后的免责声明。

注: 以上数据均来自官方披露、公司资料, 国信证券 (香港) 研究部整理

财务比率	FY18A	FY19A	FY20F	FY21F	FY22F
毛利率 (%)	61.2	55.1	45.0	55.0	55.0
经营利润率 (%)	5.1	(20.5)	(60.0)	(20.0)	(3.0)
实际利润率 (%)	14.0	(4.3)	(58.5)	(19.4)	(2.2)
净债务/权益	(80.1)	0.6	0.6	0.6	0.5
净债务/总资产	(49.9)	(76.4)	(74.6)	(62.2)	(53.6)
流动比率	2.3	4.4	3.0	2.1	1.5
股息支付率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
利息覆盖率 (倍)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息覆盖率 (倍)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收账款周转天数	49.6	46.6	46.6	43.0	42.4
应付账款周转天数	77.8	51.0	42.3	40.9	51.1
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
现金循环天数	(28.2)	(4.4)	4.3	2.0	(8.7)
杜邦分析	FY18A	FY19F	FY20F	FY21F	FY22F
税负率 (%)	(11.5)	(14.5)	(14.5)	(14.5)	(14.5)
利息负担率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营利润率 (%)	5.1	(20.5)	(60.0)	(20.0)	(3.0)
资产周转率 (倍)	1.3	0.8	0.6	0.6	0.8
杠杆率 (倍)	1.6	1.3	1.4	1.6	1.9
资产收益率 (%)	8.0	(2.8)	(19.3)	(11.2)	(2.0)
净资产收益率 (%)	10.9	(2.3)	(27.6)	(16.9)	(3.2)

资料来源: 公司数据, 国信证券 (香港) 研究部

现金流量表 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20F	FY21F	FY22F
息税前利润	33	-189	-648	-317	-72
折旧与摊销	6	9	12	18	27
利息费用	45	6	10	10	10
营运资本变动	140	135	80	182	298
已交税金	-11	11	0	0	9
其他经营性现金流	-64	4	9	7	11
经营活动	149	-25	-537	-100	282
资本支出	-19	-21	-27	-40	-60
自由现金流	130	-46	-564	-140	222
非流动资产处置	0	0	0	0	0
联营公司及合营公司 (净值)	0	0	0	0	0
已收利息	0	0	0	0	0
已收股息	0	0	0	0	0
其他投资性现金流	528	37	115	-235	-261
投资活动	509	16	88	-274	-322
新增贷款	0	0	0	0	0
偿还贷款	0	0	0	0	0
已付股息	0	0	0	0	0
其他融资性现金流	6	1,702	1	8	13
融资活动	6	1,702	1	8	13
现金增加/(减少)	667	1,788	-448	-367	-26
年初现金	39	615	2,498	2,050	1,683
外汇汇率影响	3	95	0	0	0
年末现金	709	2,498	2,050	1,683	1,657

资料来源: 公司数据, 国信证券 (香港) 研究部



Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Buy	Relative Performance > 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Accumulate	Relative Performance is 5% to 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral.
Reduce	Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.
Sell	Relative Performance < -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.

Sector Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Outperform	Relative Performance > 5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.
Underperform	Relative Performance < -5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively "Guosen Securities (HK)") has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other



business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6 至 12 个月

买入	相对表现超过 20%, 或公司、行业基本面良好。
增持	相对表现介于 5%至 20%之间, 或公司、行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间, 或公司、行业基本面中性。
减持	相对表现介于-5%至-20%之间, 或公司、行业基本面不理想。
卖出	相对表现低于-20%, 或公司、行业基本面不理想。

行业评级

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6 至 12 个月

跑赢大市	相对表现超过 5%, 或行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间, 或行业基本面中性。
跑输大市	相对表现低于-5%, 或行业基本面不理想。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士, 分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员, 也未持有其任何财务权益。

本报告中, 国信证券(香港)经纪有限公司及其所属关联机构(合称国信证券(香港))并无持有该公司须作出披露的财务权益(包括持股), 在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系, 亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责条款

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌, 甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润, 反而可能会招致损失。

本研究报告内容既不代表国信证券(香港)的推荐意见, 也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券(香港)或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。国信证券(香港)不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息, 我们力求准确可靠, 但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要, 并不构成个人投资建议, 客户据此投资, 责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送, 未经国信证券香港书面授权许可, 任何人不得引用、转载以及向第三方传播, 否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见, 如有任何更改, 本司将不作另行通知。在一些管辖区域内, 针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券(香港)受制于任何注册或领牌规定, 则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体