

# 【广发海外】新东方 (EDU)

## FY2020Q1: 人民币收入增长超出指引

### 核心观点:

#### ● FY2020Q1 人民币收入增长超出指引

本季度公司收入同比增长 24.6% 至 1071.8 百万美元, 人民币口径收入同比增长 29.7%, 超出上一季度公司指引上限。季度入学人次同比增长 50.4%。营运利润为 246.2 百万美元, 剔除股份激励费用的 Non-GAAP 营运利润为 257.2 百万美元, 上一年同期为 175.3 百万美元。归属公司净利润为 209.0 百万美元。剔除股份激励费用和长期投资公允价值变动损益的 Non-GAAP 归属公司净利润为 230.2 百万美元, 同比增长 25%。流动递延收入为 1330.7 百万美元, 同比增长约 16%。公司公告披露 FY2020Q2 收入增长指引, 公司预计 FY2020Q2 收入为 753.6 至 771.0 百万美元, 对应同比增长率为 26% 至 29%, 此增长指引对应人民币口径收入增长 30% 至 33%。公司 K12 业务经营指标稳健: FY2020Q1 优能中学人民币口径收入同比增长 38%, FY2020Q1 泡泡少儿人民币口径收入同比增长 44%。

#### ● K12 业务增长健康, 维持“增持”评级

维持公司 2020-2022 财年的 EPS (美元/ADS) 预测分别为 2.91、3.77 和 4.90 美元每 ADS。当前价格(2019 年 10 月 22 日)对应 2020-2022 年 PE 水平为 37.19、28.73 和 22.10 倍。基于公司收入端增长稳健, 利润率有望提升的前景, 我们给予公司 PEG 约 1 倍估值(2019-2022 年剔除长期投资公允价值变动影响后净利润复合增速约 35%), 对应 2020 财年 35 倍 PE, 合理价值 102USD/ADS, 维持“增持”评级。

**风险提示:** 1、美股和 A 股投资风格和投资理念差异风险; 2、人民币汇率波动风险; 3、政策变动风险; 4、市场竞争加剧风险

### 盈利预测: 单位: 美元

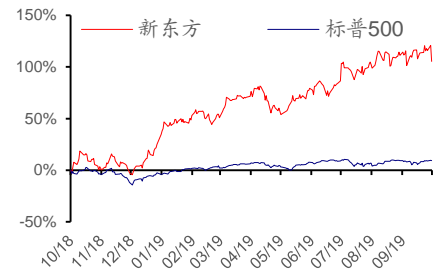
财年	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	2,447	3,096	3,922	4,834	5,983
增长率(%)	36%	27%	27%	23%	24%
EBITDA(百万)	351	408	629	846	1,125
净利润(百万)	296	238	463	600	780
增长率(%)	8%	-20%	95%	29%	30%
EPS (美元/ADS)	1.87	1.50	2.91	3.77	4.90
市盈率 (P/E)	58.03	72.40	37.19	28.73	22.10
市净率 (P/B)	7.82	7.30	6.42	5.55	4.73
EV/EBITDA	45.96	39.61	25.71	19.12	14.38

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

当前价格	108.38 美元
合理价值	102 美元
前次评级	增持
报告日期	2019-10-23

### 相对市场表现



### 分析师:



欧亚菲

SAC 执证号: S0260511020002

SFC CE No. BFN410



020-66335066



oyf@gf.com.cn

### 分析师:



刘峤

SAC 执证号: S0260519010006

SFC CE No. BLO687



020-66335146



liuqiao@gf.com.cn

### 相关研究:

【广发海外】新东方 2019-07-24

(EDU):FY2019Q4 业绩点

评: K12 业务增长健康

【广发海外】新东方 2019-04-24

(EDU):FY2019Q3:Q4 收入

指引受监管和准则影响

【广发海外】新东方 2019-01-23

(EDU):K12 业务增速稳健

### 联系人:

罗捷 020-66335147

gfluojie@gf.com.cn

**资产负债表**

单位: 美元百万元

至5月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	2,942	3,466	3,671	3,961	4,394
货币资金	983	1,157	1,314	1,531	1,876
应收及预付	187	246	280	343	420
存货	40	29	43	53	64
其他流动资产	1,732	2,034	2,034	2,034	2,034
<b>非流动资产</b>	1,036	1,180	1,486	1,818	2,183
长期股权投资	433	405	405	405	405
固定资产	450	532	839	1,172	1,537
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	44	100	99	98	97
其他长期资产	109	144	144	144	144
<b>资产总计</b>	3,978	4,647	5,157	5,779	6,577
<b>流动负债</b>	1,751	2,006	2,189	2,390	2,640
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	481	705	888	1,089	1,339
其他流动负债	1,270	1,301	1,301	1,301	1,301
<b>非流动负债</b>	12	115	115	115	115
长期借款	0	96	96	96	96
其他非流动负债	12	19	19	19	19
<b>负债合计</b>	1,763	2,121	2,305	2,505	2,755
股本	1.58	1.58	1.58	1.58	1.58
资本公积	393	489	489	489	489
留存收益	1,353	1,543	1,868	2,287	2,833
归属母公司股东权益	2,198	2,361	2,685	3,104	3,648
少数股东权益	16	164	167	170	174
<b>负债和股东权益</b>	3,978	4,647	5,157	5,779	6,577

**现金流量表**

单位: 美元百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	781	937	597	718	942
净利润	297	357	466	602	782
折旧摊销	79	95	94	145	208
营运资金变动	366	439	155	128	162
其它	39	47	-118	-157	-209
<b>投资活动现金流</b>	-407	-674	-281	-321	-364
资本支出	-210	-348	-399	-478	-572
投资变动	-293	-485	-200	-250	-313
其他	96	159	318	407	521
<b>筹资活动现金流</b>	-32	-90	-159	-180	-234
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	4	4	0	0	0
其他	-36	-94	-159	-180	-234
<b>现金净增加额</b>	342	174	157	217	345
<b>期初现金余额</b>	641	983	1,157	1,314	1,531
<b>期末现金余额</b>	983	1,157	1,314	1,531	1,876

**主要财务比率**

至12月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	36.0%	26.5%	26.7%	23.3%	23.8%
归属母公司净利润增长	7.9%	-19.6%	94.7%	29.4%	30.0%

**获利能力(%)**

毛利率	56.5%	55.6%	56.5%	56.8%	57.3%
净利率	12.14%	7.36%	11.88%	12.45%	13.07%
ROE	13.5%	10.1%	17.3%	19.3%	21.4%

**偿债能力**

资产负债率(%)	44.3%	45.7%	44.7%	43.3%	41.9%
净负债比率	-117.7%	-108.1%	-101.2%	-94.8%	-90.2%
流动比率	1.68	1.73	1.68	1.66	1.66
速动比率	1.55	1.61	1.54	1.51	1.50

**营运能力**

总资产周转率	0.71	0.72	0.80	0.88	0.97
应收账款周转率	348.02	122.11	122.11	122.11	122.11
存货周转率	29.64	39.76	39.76	39.76	39.76

**每股指标(元)**

每股收益	1.87	1.50	2.91	3.77	4.90
每股经营现金流	4.93	5.89	3.75	4.51	5.93
每股净资产	13.86	14.84	16.88	19.52	22.94

**估值比率**

P/E	58.0	72.4	37.2	28.7	22.1
P/B	7.8	7.3	6.4	5.6	4.7
EV/EBITDA	46.0	39.6	25.7	19.1	14.4

**利润表**

单位: 美元百万元

至12月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	2,447	3,096	3,922	4,834	5,983
营业成本	1,066	1,376	1,708	2,091	2,557
其他收入及收益	87	116	180	228	294
销售费用	324	384	487	605	754
管理费用	794	1,034	1,310	1,595	1,962
财务费用	-	-	-	-	-
其他费用及亏损	1	105	-	-	-
投资净收益	7	-	-	-	-
<b>利润总额</b>	357	314	597	772	1,002
所得税	59	86	131	170	220
净利润	297	228	466	603	784
少数股东损益	1	-10	2	3	4
<b>归属母公司净利润</b>	296	238	463	600	780
EBITDA	351	408	629	846	1,125
EPS(元)	1.87	1.50	2.91	3.77	4.90

## 广发海外研究小组简介

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名,第二名,第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，2015-2017年Asiamoney最佳台湾硬体分析师，CFA。
- 胡翔宇：海外博彩旅游行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 韩玲：海外公用事业和新能源行业首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012-2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，七年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。
- 邓崇静：海外汽车行业高级分析师，2017年《亚洲货币》(Asiamoney)香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》(Asiamoney)中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 刘峤：海外消费品高级分析师，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子行业分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业分析师，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外博彩休闲行业研究助理，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外必须消费品研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡俊韬：海外宏观分析研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼

楼	31 层	楼	1401-1410 室
邮政编码	510627	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn		

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。