

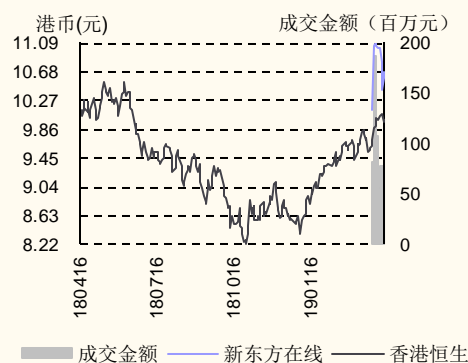
新东方在线(01797.HK) 增持 (首次评级)

港股公司深度研究

市价(港币): 10.820元

市场数据(港币)

流通港股(百万股)	913.96
总市值(百万元)	9,889.04
年内股价最高最低(元)	11.100/10.140
香港恒生指数	29810.72



股价表现(%) 3个月 6个月 12个月
绝对
相对香港恒生

特别的新东方在线, 焦虑的在线教育

主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额(百万)	650	898	1256	1753
同比增长	45.8%	38.1%	39.8%	39.6%
母公司股东溢利(百万)	91	80	102	130
同比增长	-11.0%	-14.6%	30.3%	29.9%
毛利率	61.2%	57.5%	58.0%	58.4%
净利润率	12.6%	7.8%	7.3%	6.8%
每股收益	0.10	0.09	0.11	0.14
每股经营现金流	0.16	0.26	0.18	0.32
市盈率(倍)	92.6	105.9	82.7	64.8
市净率(倍)	9.6	3.5	3.4	3.2

来源: 公司年报、国金证券研究所注: 货币单位是人民币

基本结论

- 2019年3月28日, 新东方在线上市, 成为港股在线教育第一股, 本篇报告探讨了四个问题: (1) 新东方在线与其他在线教育公司不一样的地方在哪里? (2) 未来新东方在线的增长点在哪里? (3) 未来新东方在线的盈利能力会受到哪些因素的影响? (4) 未来需要关注新东方在线哪些关键指标?
- 新东方在线主要业务为直播&录播等方式的在线教育, 涵盖全年龄段多方面教育内容。新东方在线旗下平台包括新东方在线(2005)、多纳(2012)、酷学英语(2014)、东方优播(2017)等平台, 提供大学教育(大学考试, 海外考试, 英语学习等)、K12教育、学前教育等多方面业务。
- 与其他在线教育公司有何不同? 新东方在线背靠新东方(54.7%)&腾讯(9.9%)两座大山, 股东产业资本为主, 而非财务资本。我们对比了新东方在线和其他五家在线教育公司的财务及经营数据, 发现其财务数据特征和典型的互联网教育企业差距较大, 相似度最高的是正保远程。新东方在线: ①收入体量处于中等, 增速相对稳定, 量为主要推动力, 客单价低; ②边际成本低, 规模效应强, 毛利率处于中间水平, 盈利能力出挑; ③销售费用率远低于行业平均水平, 营销方案相对温和; ④现金流状况良好且稳定。
- 付费人次/营收/净利/ FY16-18 CAGR72%/40%/23%, FY18 达 194 万/6.5 亿/0.8 亿。受到业务扩张和在线教育竞争持续激烈的影响, FY18 和 FY19H1 师资成本和获客成本有所增加。FY18 公司收入端 71%来自于大学教育, 14%来自 K12 教育, 其业务结构与早期的新东方相似, 品牌背书, 具有天然业务拓展优势。FY16-18 大学/K12/学前教育报名流水 CAGR 分别为 43%/86%/512%, K12 及学前教育有望成为未来收入增长的强劲动力来源。
- 投资建议及估值: 我们认为新东方在线拥有着较强的品牌优势及运营能力, 看好其传统业务大学教育的稳健增长, 以及成长业务尤其是 K12 教育的快速发展, 但是考虑到竞争加剧和政策监管趋严两方面的影响, 我们认为短期内利润端的增长可能会有所承压。以 FY17 和 FY18 来看, 大部分在线教育企业并未盈利, 而新东方在线能够实现盈利, 体现了其品牌效应下, 极具优势的营销费用率水平, 可给予适当溢价。虽然单以 PE 来看, 目前新东方在线约 70x-100x 的 PE 并不便宜, 但是其 PS 估值和巨头相比仍在合理区间。我们预测公司 FY2019-2021 营业收入分别为 9.0/12.6/17.5 亿元, 归母净利润分别为 0.8/1.0/1.3 亿元, 首次覆盖, 给予增持评级, 目标价 11.9 港元。
- 风险提示: 行业竞争加剧, 监管趋严, 人才短缺等风险。

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 联系人
zhenghuilin@gjzq.com.cn

内容目录

前言	4
1.新东方在线：港股在线教育第一股，成人教育为其业务主干，少儿教育处迅速发展阶段.....	4
1.1 大学教育：大学备考+海外备考+语言学习+资格考试.....	6
1.2 K12 教育：17 年成立东方优播，开始重点发力.....	8
1.3 学前教育：12 年推出自主品牌多纳，提供学习软件+直播课程.....	9
2.新东方在线与其他在线教育公司不一样的地方在哪里？	10
2.1 股权结构：背靠新东方&腾讯两座大山，产业资本雄厚.....	10
2.2 财务数据：出挑的盈利能力，远低于行业的销售费用率水平	12
对比 1：收入体量处于中等，增速相对稳定，量为主要推动力，客单价低..	13
对比 2：边际成本低，规模效应强，毛利率处于中间水平，盈利能力出挑..	16
对比 3：销售费用率远低于行业平均水平，营销方案相对温和	16
对比 4：现金流状况良好且稳定.....	17
3.营收处于快速发展阶段，稀缺的实现盈利的在线教育公司.....	18
3.1 付费人次/营收/净利/ FY16-18 CAGR72%/40%/23%.....	18
3.2 未来新东方在线收入的增长点在哪里？ K12 是重要阵地，享天然优势 ..	19
3.3 未来新东方在线的盈利能力会受到哪些因素影响？毛利率&获客成本....	20
3.4 未来需要关注新东方在线哪些关键指标？入门课程&录播比例	23
4.投资建议及估值.....	25
风险提示	26
附录：三张报表预测摘要.....	27

图表目录

图表 1：新东方在线发展时间轴.....	4
图表 2：新东方在线旗下平台.....	4
图表 3：新东方在线分业务情况一览表.....	5
图表 4 新东方在线大学教育业务情况	6
图表 5：新东方在线考研培训六大特色.....	6
图表 6：新东方在线专四专八培训六大特色.....	6
图表 7：酷学英语热门直播课程.....	7
图表 8：新东方在线 K12 教育业务情况.....	8
图表 9：东方优播七部教学法.....	8
图表 10：“东方优播”优势介绍.....	9
图表 11：新东方在线学前教育业务情况.....	9
图表 12：新东方在线上市前持股结构.....	10
图表 13：新东方在线上市后股权架构图.....	11
图表 14：近两年来部分在线教育企业融资情况.....	12

图表 15: 互联网教育企业现状和发展期望.....	13
图表 16: 在线教育公司最新财年收入规模对比 (亿元)	14
图表 17: 在线教育公司最近三年收入增速对比.....	14
图表 18: 在线教育公司最新财年人数规模 (万人次)	14
图表 19: 在线教育公司最新三年培训人次 CAGR.....	14
图表 20: 一张图看懂直播&录播之间的差距.....	15
图表 21: 在线教育上市公司年人均学费.....	15
图表 22: 在线教育公司最新财年毛利率对比.....	16
图表 23: 在线教育公司最新财年净利率对比.....	16
图表 24: 在线教育公司最新财年销售费用率对比.....	17
图表 25: 在线教育公司最新财年行政费用率对比.....	17
图表 26: 经营性现金流量净额占收入比重.....	17
图表 27: 新东方在线付费学生人次及增速.....	18
图表 28: 新东方在线营收及增速.....	18
图表 29: 新东方在线归母净利润及增速.....	18
图表 30: 新东方在线分业务付费学生人次及报名流水 CAGR 情况.....	19
图表 31: 新东方在线收入结构拆分.....	20
图表 32: 新东方在线学生结构拆分.....	20
图表 33: 新东方 FY2004-2006 收入构成.....	20
图表 34: 新东方 FY2016-FY2019Q2 收入构成.....	20
图表 35: 新东方在线分业务毛利率.....	21
图表 36: 新东方在线归母净利率和毛利率.....	21
图表 37: 新东方在线教学人员成本相对于营收占比.....	21
图表 38: 截至 FY2019H1 新东方在线老师组成.....	22
图表 39: 新东方在线费用率情况.....	22
图表 40: 新东方在线获客成本 (元)	22
图表 41: 新东方 FY2004-2006 分业务营业利润率.....	23
图表 42: 新东方 FY2004-2018 分业务毛利率.....	23
图表 43: 新东方在线客单价的变动.....	24
图表 44: 入门课程付费人次占总付费人次比重变化情况.....	24
图表 45: 新东方在线录播和直播收入占比变动.....	25
图表 46: 在线教育和培训公司估值表 (港股和美股)	25

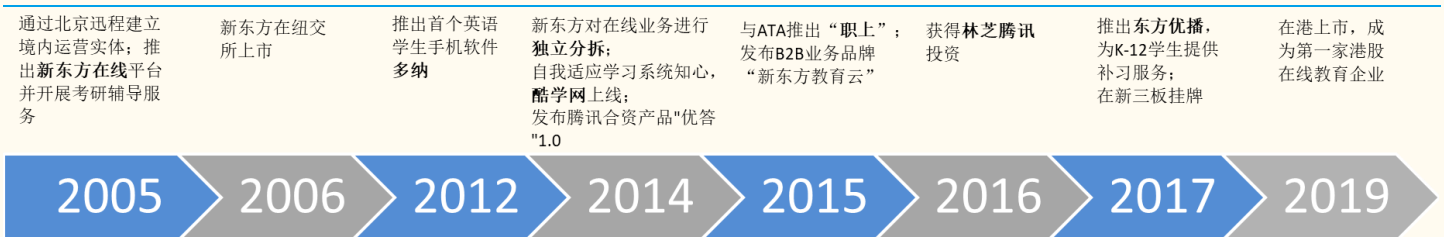
前言

- 2019年3月28日，新东方在线在港上市，成为港股在线教育第一股，本篇报告将探讨四个问题：
 - (1) 新东方在线与其他在线教育公司不一样的地方在哪里？
 - (2) 未来新东方在线的增长点在哪里？
 - (3) 未来新东方在线的盈利能力会受到哪些因素的影响？
 - (4) 未来需要关注新东方在线哪些关键指标？

1. 新东方在线：港股在线教育第一股，成人教育为其业务主干，少儿教育处迅速发展阶段

- 新东方在线主要业务为直播&录播等方式的在线教育，涵盖全年龄段多方面教育内容。新东方在线是新东方教育科技集团（NYSE:EDU）旗下专业的在线教育平台，成立于2005年，迄今14年历史。2014年，新东方将在线业务独立分拆发展，2019年3月28日，新东方在线于港交所上市，成为港股在线教育第一股。新东方在线旗下平台包括新东方在线（2005），多纳（2012），酷学英语（2014）和东方优播（2017），覆盖大学考试（考研、四六级等），海外考试（托福&SAT等），英语学习，K12学科培训，学前教育等多方面内容。

图表 1：新东方在线发展时间轴



来源：公司招股书，新东方在线官网，国金证券研究所

图表 2：新东方在线旗下平台

业务类目		新东方在线 2005年成立 	多纳 2012年成立 	酷学英语 /酷学网 2014年成立 	东方优播 2017年成立
大学教育	大学考试（考研，四六级等）	√			
	海外考试备考	√			
	英语学习及其他	√		√	
K12 学科教育		√			√
学前教育		√	√		

来源：公司公告，国金证券研究所

- **新东方在线业务可以分别 2C 和 2B 两大类。**新东方在线的 2C 业务向不同年龄段学员提供三个不同核心业务类别的在线教育课程。分别为：大学教育，K12 教育以及学前教育课程。FY2018，付费总人数 194 万，其中 154.3 万入读正式课程，39.7 万入读入门课程。2C 课程 FY2018 收入为 5.6 亿元，占总收入 86%，同比增长 47%，FY2019H1 收入为 4.3 亿，占总收入 90%，同比增长 51%。根据大学和 K-12 教育课程的内容模组，新东方在线为 B2B 机构用户提供教育内容套餐，机构用户包括大学、公共图书馆、公营机构以及电讯营运商及在线视频串流服务供应商。FY2017，FY2018，FY2019H1 的机构用户总数分别为 708，735 和 851。第三方授权多纳品牌及产品，包括出版商、玩具制造商、办公室及家庭用品制造商以及学前教育服务供应商。截至 2018 年 11 月 30 日，合作出版的 16 个系列的多纳图书，总发行量近一百万册。机构客户 FY2018 收入为 0.9 亿元，占总收入 14%，同比增长 38%。FY2019H1 机构客户收入为 0.5 亿元，占总收入 10%，同比增长 10%。

图表 3：新东方在线分业务情况一览表

	收入 (亿元)		收入占比		收入 yoy	
	FY2018	FY2019H1	FY2018	FY2019H1	FY2018	FY2019H1
整体	6.5	4.8	100%	100%	47%	45%
1、大学教育	4.6	3.4	71%	72%	38%	42%
1.1、大学考试备考	2.6	2	39%	41%	42%	39%
1.2、海外备考	1.5	1	24%	21%	33%	32%
1.3、英语学习及其他	0.5	0.5	8%	9%	32%	84%
2、K-12教育	0.9	0.8	14%	16%	105%	91%
3、学前教育	0.1	0.1	2%	3%	220%	166%
4、机构客户	0.9	0.5	14%	10%	38%	10%
	付费学生人次 (万人次)		付费学生人次占比		付费学生人次 yoy	
	FY2018	FY2019H1	FY2018	FY2019H1	FY2018	FY2019H1
整体	194	110.4	100%	100%	92%	37%
1、大学教育	115.8	62.1	60%	56%	40%	35%
1.1、大学考试备考	85.7	37.6	44%	34%	49%	24%
1.2、海外备考	17.8	11.8	9%	11%	34%	33%
1.3、英语学习及其他	12.3	12.7	6%	12%	3%	90%
2、K-12教育	18.5	29.2	10%	26%	147%	214%
3、学前教育	59.7	19.1	31%	17%	463%	-25%
4、机构客户	-	-	-	-	-	-
	客单价 (元/人次)		客单价 yoy		毛利率	
	FY2018	FY2019H1	FY2018	FY2019H1	FY2018	FY2019H1
整体	369	429	-19%	5%	61%	59%
1、大学教育	505	550	3%	-4%	64%	68%
1.1、大学考试备考	392	467	-1%	3%	-	-
1.2、海外备考	1029	939	7%	-9%	-	-
1.3、英语学习及其他	536	437	26%	-9%	-	-
2、K-12教育	572	356	-13%	-43%	40%	16%
3、学前教育	43	148	8%	311%	-37%	-24%
4、机构客户	-	-	-	-	82%	83%

来源：公司公告，国金证券研究所

注意：客单价为流水/学生人次计算得来，和公司口径公布的正式课程的客单价不一样

1.1 大学教育：大学备考+海外备考+语言学习+资格考试

- 公司通过新东方在线及酷学英语，职上平台，为大学教育业务提供在线服务。FY2018 大学教育付费学生人次为 116 万人，占总人数 60%，同比增长 40%，收入为 4.6 亿元，占总收入 71%，同比增长 38%，客单价为 505 元/人次。FY2019H1 大学教育付费学生人次为 62 万人，占总人数 56%，同比增长 35%，收入为 3.4 亿元，占总收入 72%，同比增长 42%，客单价为 550 元/人次。

图表 4 新东方在线大学教育业务情况

业务板块	业务类别	具体名称
大学教育 	大学考试备考	研究生考试
		英语考试
	海外备考	雅思, 托福, PTE 等
		GMAT, GRE 等
		A-level, SAT, AP 等
	语言学习	英语  新东方旗下英语学习品牌
		小语种 (日语, 韩语, 德语, 法语, 西语等)
	资格考试 	基金
		会计
		证券
		教师资格

来源：新东方在线官网，国金证券研究所

- ①**大学考试备考**：主要通过直播和录播相结合的方式，为学生制定私人学习方案。帮助学生克服自身劣势，全面提高成绩。研究生考试提供全国统考的公共课，专业课以及其他联考科目。英语考试分为大学英语四级，六级以及专四，专八的课程。学员可通过手机软件，在线与老师交流，实现浏览讲义，作业批改和仿真练习。同时，新东方在线还设有付费的增值服务，如若购买，则可以享受到一对一 VIP 辅导，私人学习计划定制等服务。FY2018 大学考试备考付费学生人次为 86 万人，占总人数 44%，同比增长 49%，收入为 2.6 亿元，占总收入 39%，同比增长 42%，客单价为 392 元/人次。FY2019H1 大学考试备考付费学生人次为 38 万人，占总人数 34%，同比增长 24%，收入为 2.0 亿元，占总收入 41%，同比增长 39%，客单价为 467 元/人次。

图表 5：新东方在线考研培训六大特色



来源：新东方在线网校，国金证券研究所

图表 6：新东方在线专四专八培训六大特色



来源：新东方在线网校，国金证券研究所

- **②海外备考：**主要分为传统的雅思、托福等语言类考试以及 GMAT、A-Level 等能力考试，通过在线直播和录播相结合的方式进行。新东方集团作为一家以英语培训起家的教育机构，为新东方在线海外备考进行了良好的品牌背书。FY2018 海外备考付费学生人次为 18 万人，占总人数 9%，同比增长 34%，收入为 1.5 亿元，占总收入 24%，同比增长 33%，客单价为 1029 元/人次。FY2019H1 海外备考付费学生人次为 12 万人，占总人数 11%，同比增长 33%，收入为 1.0 亿元，占总收入 21%，同比增长 32%，客单价为 939 元/人次。
- **入学评定+目标定制+内容匹配，语言类考试搭载知心学习系统，不断提升用户体验。**通过利用在线教育中获得的大量用户数据，新东方在线独立研发开发出了智能个性化学习平台——知心（2014 年推出）。知心通过运用语义网络、数据挖掘及人机互动在内的大量技术，能够凭借每名学生的课堂表现来分析学生的学习进度，自动调整不同学生的课程材料、练习题及学习计划，帮助学生提高考试成绩。例如知心托福学习系统，可精准把握 ETS 官方托福考试趋势，不过练习不同难度知识点，逐步提升考试成绩。
- **③语言学习：**主要分为英语学习及小语种日语，韩语，德语，法语，西语的学习。在英语学习方面，通过向学员提供英语能力课程，口译和商务英语课程，可帮助学员从零基础开始，直达高阶英语水平。在小语种课程方面，可帮助学员激发语言兴趣，通过娱乐性的趣味课程，结合当地文化，学习实用和专业考试类语言学习。除了新东方在线之外，还有酷学英语平台提供英语培训。
- **酷学英语平台：**前身酷学网，成立于 2014 年，是新东方在线旗下的在线教育直播平台。可为不同程度学员提供丰富的人文通识，原著阅读，语法以及口音训练的课程。同时可通过多渠道访问，包括酷学英语官网，手机 APP，微信，QQ，微博等。酷学英语平台还退出了酷学原著计划：通过名师讲解英语经典名著，例如励志类小说《追风筝的人》，悬疑类小说《哈利波特系列》，通过生动的故事情节和良好的社群助教答疑，帮助学员在 60 内实现 5000+高频词汇的运用，实习语言能力的提高。

图表 7：酷学英语热门直播课程

初中基础	大学四级	高中基础	初中基础
<p>一年带你读完柯林斯 (2019年版)</p> <p>开课时间: 2019.03.07 19:00</p> <p>有效期至: 2020.01.20 25课</p> <p>唐静 费培辰</p> <p>已完结 22 天 07 小时 28 分钟 57 秒</p> <p>已报 2337 人 ¥629 ¥553.52</p>	<p>3个月读懂经济学人</p> <p>开课时间: 2019.02.20 19:30</p> <p>有效期至: 2019.05.23 12课</p> <p>孙超</p> <p>已报 97 人 ¥99</p>	<p>【百天早练团】英语听力能力突破</p> <p>开课时间: 2019.03.04 07:00</p> <p>有效期至: 2019.07.01 72课</p> <p>杨尚贤</p> <p>已报 143 人 ¥99</p>	<p>5次课搞定词汇高效记忆法</p> <p>开课时间: 2019.04.03 20:00</p> <p>有效期至: 2019.05.20 5课</p> <p>高楠菲</p> <p>已报 28 人 ¥9.9</p>

来源：酷学英语官网，国金证券研究所

- **④资格考试：**主要通过推出“职上”APP 为学员提供专业资质类考试服务。职上网是由新东方集团和 ATA 集团联合出资运营，依托于 ATA 领先的考试测评技术及在职业考试领域深入的研究，在基金，会计等从业考试方面可以为广大中国职业考试人群提供最高效的在线学习服务（ATA 是一家以考试与测评服务为主营业务的纳斯达克上市公司，为中国政府机构、教育机构、企事业单位提供数千种考试的技术和运营服务）。
- FY2018 英语学习及其他（包含小语种及资格考试）付费学生人次为 12 万人，占总人数 6%，同比增长 3%，收入为 0.5 亿元，占总收入 8%，同比增长 32%，客单价为 536 元/人次。FY2019H1 英语学习及其他付费学生

人次为 13 万人，占总人数 12%，同比增长 90%，收入为 0.5 亿元，占总收入 9%，同比增长 84%，客单价为 437 元/人次。

1.2 K12 教育：17 年成立东方优播，开始重点发力

- K-12 教育的课程基本上覆盖中国 K-12 学生修读的大部分科目，主要包括新东方在线的 K-12 课程（双师模式），东方优播课程以及私播课课程。新东方在线的 K-12 课程（双师模式），东方优播课程通过在线直播的方式进行授课，以录播的形式供学生巩固学习。FY2018 的 K-12 教育付费学生人次为 19 万人，占总人数 10%，同比增长 147%，收入为 0.9 亿元，占总收入 14%，同比增长 105%，客单价为 572 元/人次，FY2019H1 的 K-12 教育付费学生人次为 29 万人，占总人数 26%，同比增长 214%，收入为 0.8 亿元，占总收入 16%，同比增长 91%，客单价为 356 元/人次。

图表 8：新东方在线 K12 教育业务情况

业务板块	业务类别
K12 教育 	新东方在线的 K-12 课程（双师模式）
	 东方优播
	私播课

来源：新东方在线官网，国金证券研究所

- ① **新东方在线的 K-12 课程（双师模式）**：针对中小學生提供涵盖语文、数学、英语、物理、化学等全部主要科目，并且向中学生提供为高等学校招生全国统一考试而设置的学习与复习课程。绝大部分的 K-12 教育课程采用双师模式，由教师在线直播授课，由专门的学管师在课堂上以及课后解答同学的疑问并且与学生进行课前沟通、负责分发教材以及作业评分。课程规模一般招收 20-30 名学生。该模式有助于活跃课堂气氛，提高学习效率，加强师生之间的互动。
- ② **东方优播**：东方优播地区性直播互动校外辅导课程于 2017 年 3 月推出。目前，我国教育资源严重不平衡，而东方优播的核心竞争点就在于把北京、中国优质教育的师资通过互联网的形式向欠发达地区输出。通过核心的在线直播乐播课程与一对一在线辅导课程，依靠新东方自创的七步教学法，在全国实现教育资源共享。课堂规模上，每班最多招收 25 名来自同一地区的学生。

图表 9：东方优播七步教学法








来源：新东方官网，国金证券研究所

- 竞争点：**①课程贴合地方教育大纲，名师设计不同地区课程。东方优播会根据订单信息自动把相同地区的学员进行班级分类，每班 8-10 人，实现小班化教学。教师通过研究地方的教学内容，设计授课内容和练习题，不定期回访，充分帮助学员提高自身成绩。②设立线下体验店，

目前已覆盖全国 68 个城市。新东方官方直营店可以为广大学员和家长提供全方位的课程展示，可以使学员一时间了解形式、实景体验课程。

图表 10：“东方优播”优势介绍

				
在线真实课堂	专业化师资	差异化教学	本地化教学	科学化课程
线上教学，师生实时互动，及时反馈学习疑问，随时进行交流讨论	严苛的教师筛选流程，老师均毕业于 211、985 高校，选择北京优秀的教师，保证教学质量	25 个人小班教学，对于不同学生个体进行差异化教学，根据自身情况定制个性化学习方案	结合当地的教学资源和条件、教材版本以及教学内容规划进度和课程，从而切合当地的考情，并与公立学校互为补充	采用七步科学教学法，高效地监督学生学习的每一个环节，保证效率，提高学习质量，加强学习反馈

来源：东方优播官网，国金证券研究所

- **③私播课：**于 2017 年 1 月推出私播课课程，该课程以录播形式专门为修毕新东方线下课程后希望继续线上学习的学生提供辅助学习资源。新东方在线委托新东方的教师设计以及录制私播课课程，并提供技术和运营支持。该课程涵盖七年级至十二年级的所有科目，单个课程视频时间为 20-30 分钟。

1.3 学前教育：12 年推出自主品牌多纳，提供学习软件+直播课程

- **通过多纳手机英语学习软件以及直播课程让学龄前儿童在线学习英语。**新东方在线于 2012 年首次推出学前教育品牌多纳，致力于三至十岁的儿童提供启发心智的互动英语学习体验。多纳狮子王的卡通形象设计灵感源自于孩子们最喜欢的甜食，由新东方集团原创设计，拥有版权保护。多纳旗下的产品组合主要包括多纳应用程序系列及多纳外教学堂。多纳品牌被授权予第三方进行周边产品开发例如：多纳儿童教育图书系列，并收取许可费。FY2018 学前教育付费学生人次为 60 万人，占总人数 31%，同比增长 463%，收入为 0.1 亿元，占总收入 2%，同比增长 220%，客单价为 43 元/人次。FY2019H1 学前教育付费学生人次为 19 万人，占总人数 17%，同比增长-25%，收入为 0.1 亿元，占总收入 3%，同比增长 166%，客单价为 148 元/人次。

图表 11：新东方在线学前教育业务情况

业务板块	业务类别
 学前教育	多纳应用程序系列
	多纳外教学堂
	多纳出版物、幼儿园教材、数字图书馆

来源：新东方在线官网，国金证券研究所

- **①多纳应用程序系列：**专为三至七岁儿童设计，包括以 IOS/安卓为基础的英语学习及儿童教育应用程序。该程序设计的基础源于心理专家根据儿童认知以及学习特点设计的内容。大多程序都能够免费下载，程序中的内容大多来自内部开发，部分儿童教育内容来自于剑桥大学开发及授权的材料。截至 2018 年 11 月 30 日止一个月，IOS/安卓平台上的多纳应用程序系列平日及周末平均每日活跃用户总数分别为 44000 名及 54000 名。
- **②多纳外教学堂：**是一个在线少儿英语品牌，主要面向 4-12 岁孩子提供专业的少儿英语课程，由外籍老师进行小班直播英语教学，通过孩子的不同年龄阶段区分孩子的学习目标。学校聘请专业的欧美外教、通过丰富的动画场景、以剑桥 Guess What 教材、与孩子进行趣味互动，激发英语学习的热情。应用程序共包括四项互补产品：直播课程、一对一演练课、主题课及自学自适应应用程序。

- **直播课程为多纳外教课堂的核心产品**，每节课通常为 50 分钟，美版招收四名学生，有利于活跃课堂气氛。所有教师均为母语外籍人士，课程内容以动画为基础，并设有角色扮演。
- **演练课为一对一在线直播课程**，旨在巩固知识要点以及作为直播课程的补充。主题课是以兴趣为本的在线课程，自适应学习应用程序持续监督学生的学习情况，并为其提供学习资料，改善程序侦测到的学生薄弱的知识点。
- **③向第三方授权多纳品牌及产品**：包括出版商、玩具制造商、办公室及家庭用品制作商以及学前教育服务供应商。FY16/FY17/FY18/FY19H1，向第三方授权多纳品牌及产品产生的许可费为 33.8/28.7/110/430 万元。截至 FY19H1，合作出版了 16 个系列的多纳图书，总发行量近 1 百万册。

2.新东方在线与其他在线教育公司不一样的地方在哪里？

2.1 股权结构：背靠新东方&腾讯两座大山，产业资本雄厚

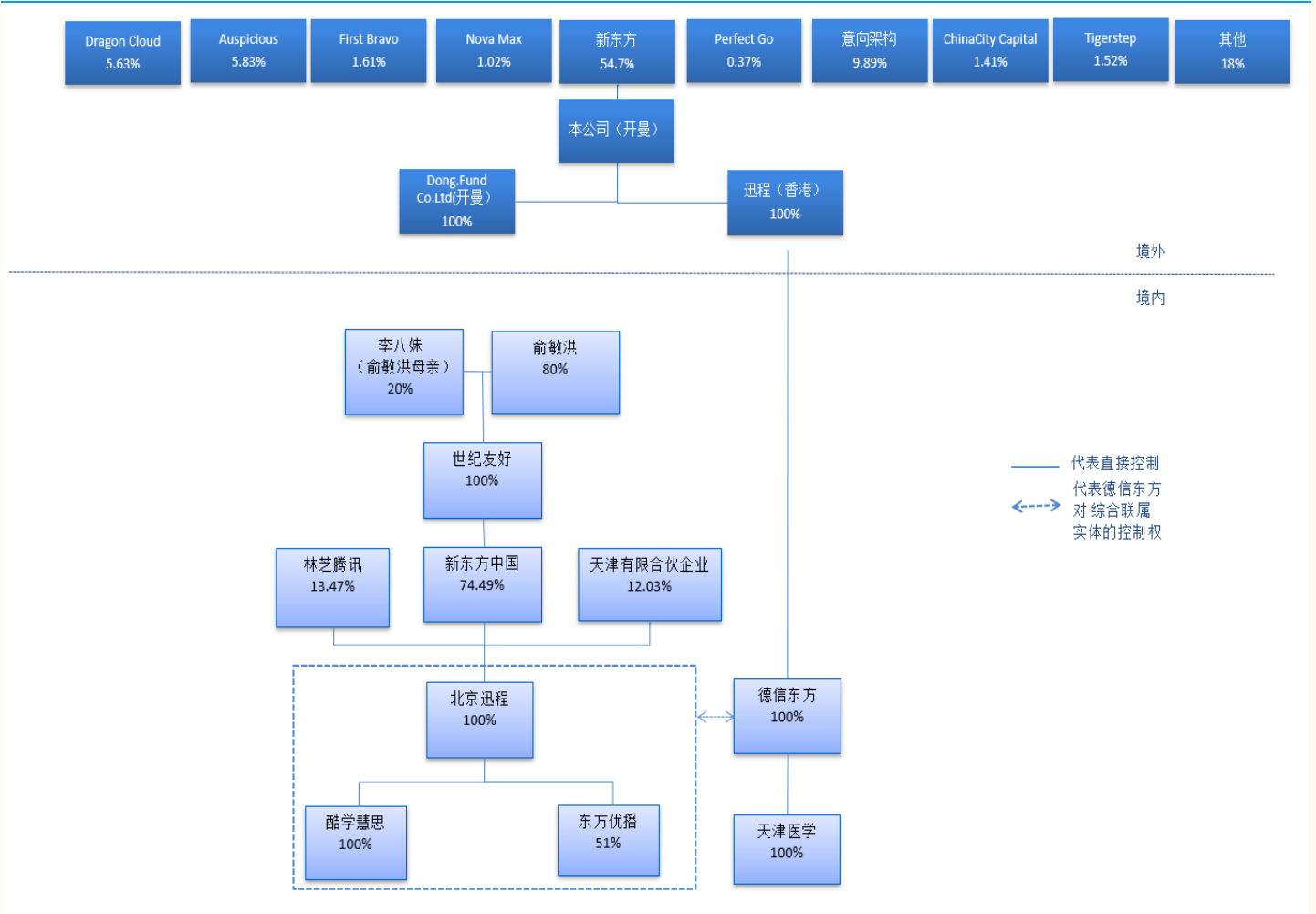
- **新东方在线：背靠新东方&腾讯两座大山，股东产业资本为主，而非财务资本。**新东方在线控股股东为新东方集团（EDU），持股 54.7%，而其第二大股东为腾讯系，占比达 9.9%，腾讯系十分注重教育行业的投资，除新东方在线外，还投资了 VIPKID，猿题库，兰迪少儿英语，宝宝玩英语等多家在线教育企业。景林系持股达 5.6%，此外，员工&董事&董事长及其家族持股共 10.4%。若将腾讯系划分为产业资本（本身具有多重协同效应），那么新东方在线的外部财务投资者股东仅有景林系和另一家持股 1.4%的机构 Chinacity（专做教育领域的投资）。我们认为，新东方在线的主要股东为产业资本，而非财务资本，而现在市场上在线教育企业，动辄融资至 C 轮，D 轮，新东方在线在其中，显得尤为“出挑”。新东方在线背靠新东方&腾讯两座大山，得益于新东方集团在教育领域雄厚的师资力量和丰富的教育经验，以及腾讯在互联网视频终端的运营技术，未来或产生更多协同效应。

图表 12：新东方在线上市前持股结构

股东	上市前持股比例	上市后持股比例
新东方集团	66.70%	54.70%
腾讯系（意向架构）	12.10%	9.90%
景林系（Dragon Cloud）	6.90%	5.60%
员工持股（Auspicious）	7.10%	5.80%
俞敏洪及其家族（Tigerstep）	1.90%	1.50%
公司董事孙女士（First Bravo）	2.00%	1.60%
公司董事潘先生（Nova Max）	1.30%	1.00%
公司董事尹先生（Perfect Go）	0.50%	0.40%
其他财务投资者（ChinaCity Capital）	1.70%	1.40%
其他	0.00%	18.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13：新东方在线上市后股权架构图



来源：公司招股书，国金证券研究所

- **对比其他在线教育企业：融资大潮加剧了互联网教育竞争的激烈程度，众多财务投资者参与其中。**互联网教育其广阔的前景，引发了 PE 和 VC 等一级市场投资人浓厚的兴趣，而互联网教育企业发展过程当中，攻城略地是第一要务，盈利不是考核指标。近年来，广泛的互联网教育的投资，巨额的融资，使得互联网教育市场厮杀更为激烈，并且普遍呈现中增营收不增利润的情况。因为行业规模达到一定的企业，不惜成本的烧钱扩张。所以现在互联网企业都处于融资——扩张——再融资——再扩张的路径当中，因为必须保持快速的扩张，而没办法靠自身利润造血，还没有完成一个企业本身的闭环，所以互联网企业都处于强烈的焦虑感之中，互联网企业的盈利性现在还没有看到大面积验证的迹象。

图表 14：近两年来部分在线教育企业融资情况

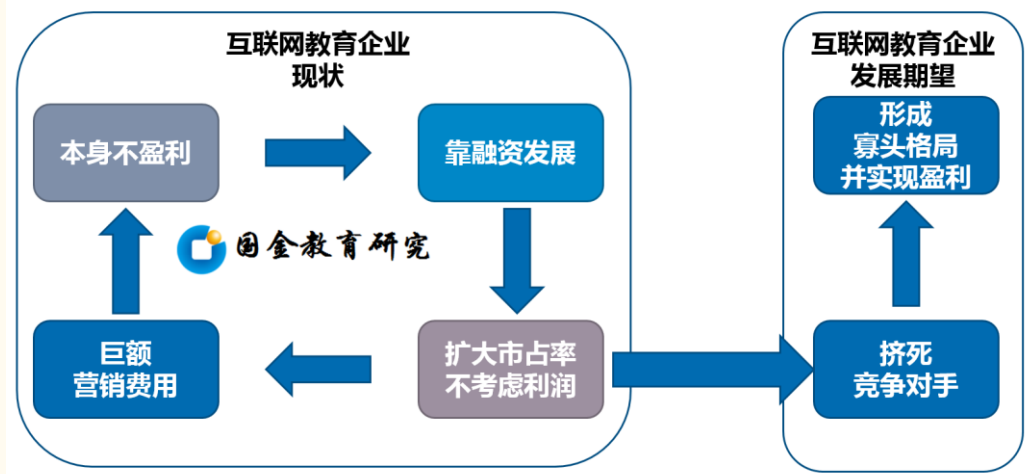
类型	公司	轮次	金额
在线教育	兰迪少儿英语	C	5.2 亿元 RMB
在线教育	VIPKID	D+	5 亿美元
在线教育	作业帮	D	3.5 亿美元
在线教育	编程猫	C	3 亿元 RMB
在线教育	成长保	B+	两年 3 亿元 RMB
在线教育	微吼直播	D	2.3 亿元 RMB
在线教育	TutorABC	C	2 亿美元
在线教育	UniCareer	C	1.8 亿元 RMB
在线教育	盒子鱼	C	超 1.5 亿美元
在线教育	猿辅导	E	1.2 亿美元
在线教育	洋葱数学	C	1.2 亿元 RMB
在线教育	魔力耳朵	A	1.2 亿元 RMB
在线教育	作业盒子	C	1 亿美元
在线教育	海风教育	C	1 亿美元
在线教育	哒哒英语	C	1 亿美元
在线教育	Find 智慧钢琴	A	上亿元 RMB
在线教育	皮皮鱼少儿英语	Pre-A	8000 万元 RMB
在线教育	三好网	Pre-A	7500 万元
在线教育	朗播网	B	6000 万 RMB
在线教育	嗨课堂	A	5000 万
儿童传统文化在线教育	婷婷姐姐	A	5000 万 RMB
在线教育	三节课	A	5000 万元
在线教育	西瓜创客	A	5000 万 RMB
在线教育	集思学院	A	5000 万 RMB
在线教育	爱乐奇	D	3750 万美元
在线教育	少年商学院	A	3000 万 RMB
在线教育	微课之家	Pre-A	2500 万元
在线教育	火花思维	B+	2000 万美金
在线教育	考虫	C	2000 万美元
在线教育	腾跃校长在线	A+	2000 万 RMB

来源：国金证券研究所整理

2.2 财务数据：出挑的盈利能力，远低于行业的销售费用率水平

- 为了快速扩张，互联网教育企业在营销上的战争十分激烈，巨额的营销费用是互联网教育企业不能实现盈利的根源。虽然互联网教育的毛利率都很高，但很多互联网教育企业仍然是净利率为负。因为在线教育企业获得了融资后，互联网教育企业心中的锚肯定是——扩张，扩张，再扩张，不断提升市占率，而扩张的过程中，最重要的支出的就是营销费用，包括做室外广告，APP 投放广告（抖音，头条等），购买搜索（百度等），还有电销 & 地推人员的工资等。每天打开手机，坐上地铁，打开搜索都可以看到互联网教育机构铺天盖地的广告，如果曾经在一些学习网站曾经留下过手机号的，也会被电销等方式精准营销，互联网教育企业在营销上的投入不可谓不大。在规模到达一定程度后，继续获得新的融资，进行下一轮扩张，最终挤死竞争对手，每个细分领域内存活的几个大玩家，形成寡头垄断，并降低营销费用率，实现盈利。目前，还未到互联网教育形成寡头格局的时候，仍处在前一个融资-扩张-融资-扩张的循环中，需要继续厮杀。

图表 15：互联网教育企业现状和发展期望



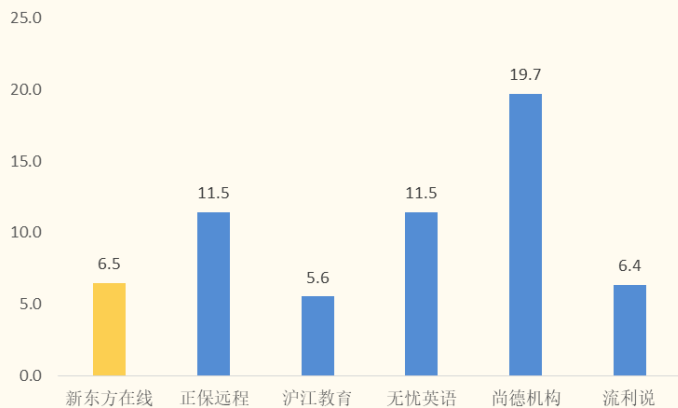
来源：国金证券研究所

- 我们对比了新东方在线和其他五家在线教育公司的财务及经营数据，包括已经在美股上市的正保远程，无忧英语（51TALK），尚德机构和流利说，和正在递交港股 IPO 的沪江教育，发现新东方在线在财务数据的特征上和典型的互联网教育企业差距较大，相似度最高的是正保远程。

对比 1：收入体量处于中等，增速相对稳定，量为主要推动力，客单价低

- 从收入规模来看，尚德机构的收入规模最大，FY2018 收入达到 19.7 亿元远远超出其他几家的规模，除了其培训人数处在高速增长阶段的因素影响之外，还与其成人自考业务具有高客单价的特点有关。无忧英语和正保远程 FY2018 收入均达到 11.5 亿元，而新东方在线 FY2018 收入为 6.5 亿元，属于中等水平。
- 从收入增速来看，最近三年收入增长最快的是流利说，FY16-18CAGR 高达 629%，和其体量小，客单价低，高营销投入特点有关，沪江教育、无忧英语和尚德机构则是属于 60-120% 的高速增长区间，而新东方在线 FY16-18 收入 CAGR 为 40%，增速仍然较快，但是相对稳定，正保远程 21% 的 CAGR 则是属于稳定偏慢的发展速度。
- 结合培训人次规模、增速及客单价来看，正保远程培训人次规模最大，FY2018 培训人次高达 319 万，新东方在线的 194 万人次属于中上水平。培训人次的增速基本与收入的增速相吻合，除了新东方在线之外，其他五家均是收入增速高于培训人次增速，其中正保远程培训人次略有下滑的情况下，收入仍然实现增长，增长推动力中有客单价提升在支撑。新东方在线相对特殊，新东方培训人次的增长速度要快于其收入的增长速度，这意味着其目前增长的主要推动力在于量增，我们认为这是由于推广占比较小的 K12 培训及学前教育业务，提供的低客单价的入门课程用于获客引流导致的，当获客成本相对稳定后，有望迎来量价齐升的推动。

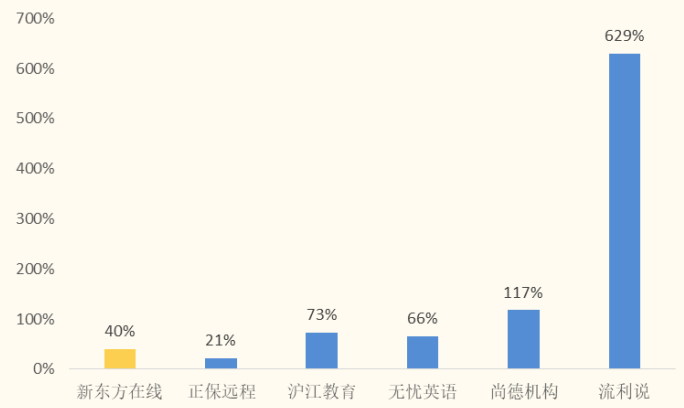
图表 16: 在线教育公司最新财年收入规模对比 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

沪江为 FY2017 数据, 其余为 FY2018 数据

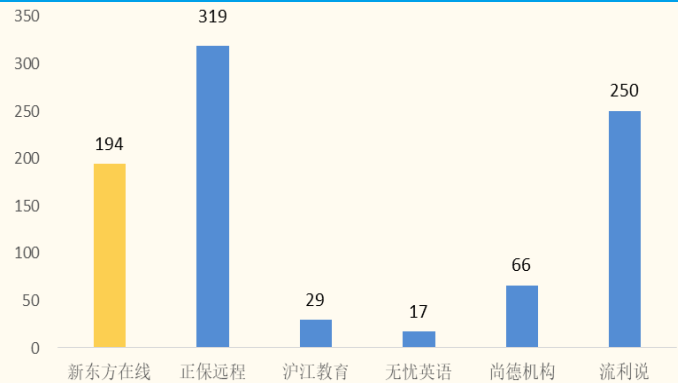
图表 17: 在线教育公司最近三年收入增速对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

沪江为 FY2015-2017 数据, 其余为 FY2016-2018 数据

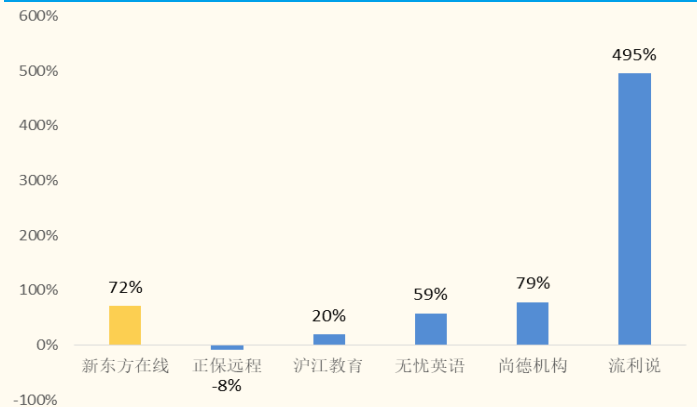
图表 18: 在线教育公司最新财年人数规模 (万人次)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

沪江、无忧、尚德为 FY2017 数据, 其余为 FY2018 数据, 无忧为付费学生人数

图表 19: 在线教育公司最新三年培训人次 CAGR



来源: 公司公告, 国金证券研究所

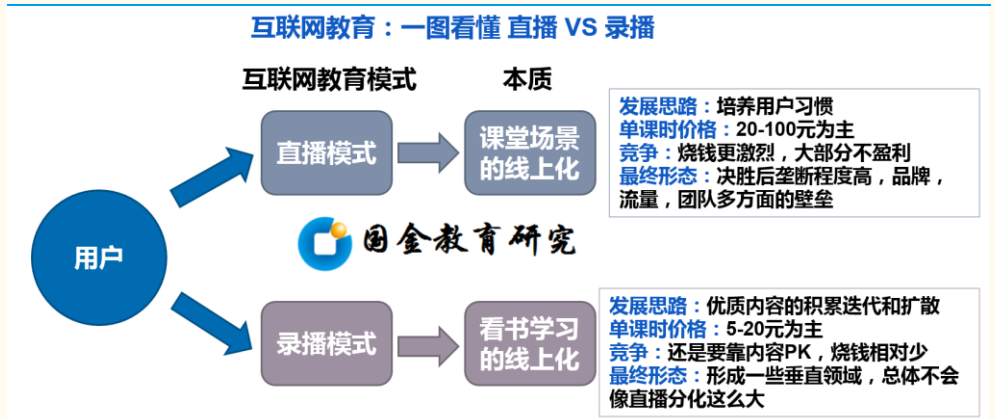
沪江、无忧、尚德为 FY2015-2017 数据, 其余为 FY2016-2018 数据

■ 值得注意的是, 同样是互联网教育, 直播和录播的思路其实是不同的:

①**直播模式**, 是线下“课堂场景”的线上化, 要求互动感较高的场景 (少儿英语口语是最典型的场景), 发展思路本质上是“培养用户习惯”, 烧钱市场战争更为激烈, 若决出胜负后, 垄断程度更高, 是从用户习惯 (流量) 到品牌, 到团队全方位的壁垒。很多 1 对 1 或者小班课都是直播的模式, 直播课边际成本较大, 故单课时价格较高, 在 20-100 元为主。

②**录播模式**, 是线下“看书学习”的线上化, 对互动感要求没有直播这么高, 本质上还是“优质内容的积累和扩散”, 我们预计, 录播课会根据不同内容形成相当垂直的一些领域, 最终形态不会像直播模式分化这么大。录播课是既定内容的重复传播, 边际成本较低, 单课时价格较为便宜, 在 5-20 元为主。

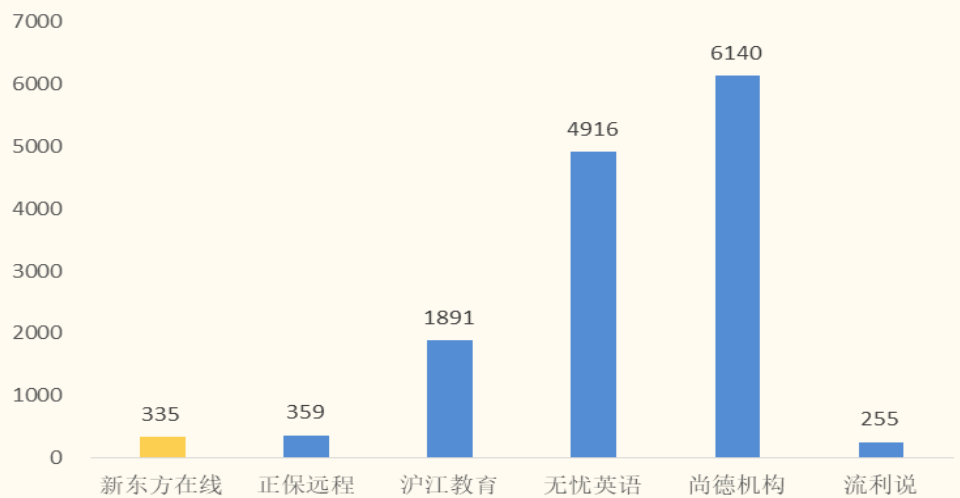
图表 20：一张图看懂直播&录播之间的差距



来源：国金证券研究所

- **新东方在线，主要是以录播为主的。**新东方在线的体系，实际上是以录播为主的，包括考研辅导，中小学辅导，英语辅导等等，目前大部分是录播课程，辅以冲刺阶段的大班直播等方式来推进的，而一对一或者小班的直播，这种课堂线上化的模式，占比较小。新东方在线目前的形态，其实比起无忧英语，尚德机构，VIPKID 等模式，是更接近正保远程的，单课时价格不高，位于 5-20 元的区间，故新东方在线的客单价其实是较低的，其本质核心其实还是优质内容的积累和迭代，而不是习惯的改变和垄断，同时新东方在线还享有天然的品牌优势。
- 相比于客单价较低的以录播为主的新东方在线&正保远程教育等，一些主流的直播为主的互联网教育平台，如 VIPKID 等，强调直播，实时互动等，单课时价格较高，在 20-100 元为主。目前最大的在线英语口语公司 VIPKID 单课时的价格大约在 130-160 元之间。
- **从定位看来，新东方在线采取较低价的战略。**新东方在线收费较低，平均付费仅为 335 元/人次（以营收进行计算，FY2018），和正保远程相近，相比而言，此前已上市的在线教育公司，无忧英语（在线少儿英语口语）平均客单价为 4916 元/人次（以营收计算，FY2017），尚德机构（在线成人自考培训&职业培训）平均客单价为 6140 元/人次（以现金流计算，FY2017）。从收费层面来说，新东方在线采取的是低价战略，客单价较低。

图表 21：在线教育上市公司年人均学费



来源：公司公告，国金证券研究所

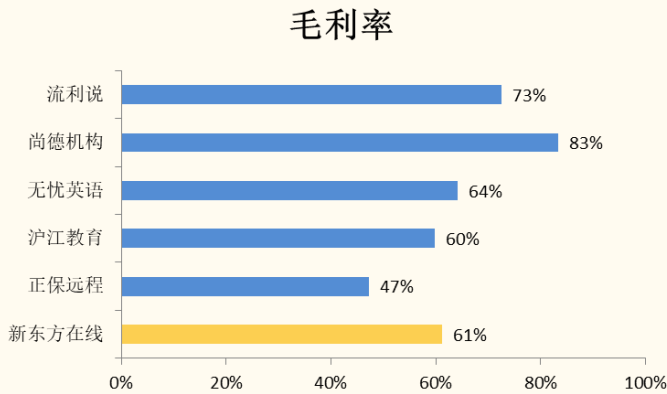
沪江，无忧，尚德为 FY2017 数据，其他为 FY2018 数据

尚德为公司口径公布数据，计算方式是总账单/新注册人数，其他均为营业收入/付费人次计算得来

对比 2：边际成本低，规模效应强，毛利率处于中间水平，盈利能力出挑

- 在线教育上市公司中，新东方在线是一个具有盈利能力，自我造血模型，营销费用接近正常连锁企业的公司。新东方在线 FY2018 毛利率 61%，净利率 14%，财务数据角度和轻资产连锁企业的相似，跟现在主流的互联网教育企业不是一个画风，而新东方在线的自我造血能力，也是其没有经历过多轮融资，没有吸纳太多的外部投资者的重要原因之一。
- 在线教育边际成本并不高，而且具有很强的规模效应，高毛利率侧面说明互联网教育的商业逻辑是跑的通的。最新已公布财年数据显示，除了正保远程外，流利说、尚德机构、无忧英语、沪江教育、新东方在线的毛利率都在 60% 以上，毛利率最高的是尚德机构，FY2018 毛利率高达 83%。新东方在线 61% 的毛利率属于中等水平，但是净利率角度，大部分公司仍是亏损状态，最新财年流利说、尚德机构、无忧英语、沪江教育净利率分别为 -77%/-47%/-36%/-97%，只有正保远程和新东方在线的净利率为正数，FY2018 分别为 7%/14%，实现了盈利，新东方在线的盈利能力十分出挑。

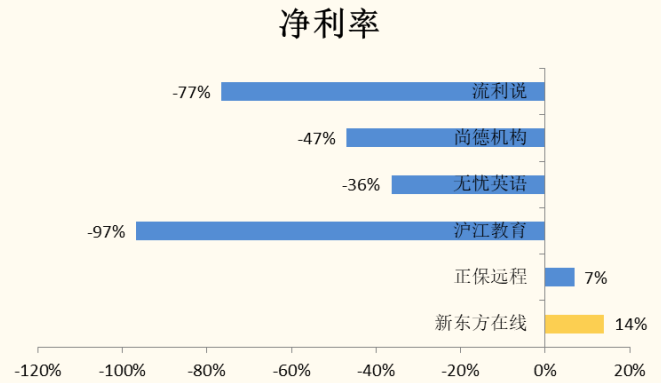
图表 22：在线教育公司最新财年毛利率对比



来源：公司公告，国金证券研究所

沪江为 FY2017 数据，其余为 FY2018 数据

图表 23：在线教育公司最新财年净利率对比



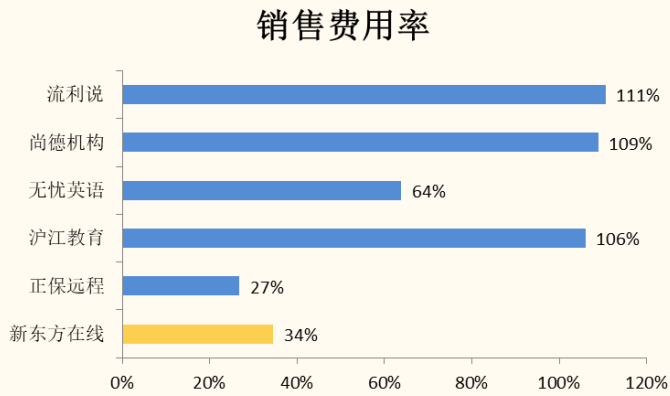
来源：公司公告，国金证券研究所

沪江为 FY2017 数据，其余为 FY2018 数据

对比 3：销售费用率远低于行业平均水平，营销方案相对温和

- 相较同行而言，新东方在线控费方面十分出色。新东方在线 FY2018 销售费用率为 34.4%，管理费用率为 22%，接近正常连锁企业，尤其是销售费用率远低于行业平均水平，与主流互联网教育企业大相径庭。主流互联网企业的营销费用率，都是 50% 以上，甚至 100% 以上，这也是大部分互联网教育企业都迟迟没有盈利，没有上市的主要原因。而事实上，和大部分互联网教育企业的疯狂投放广告和夺命连环电销 CALL 相比，新东方在线在投放广告上，似乎确实是比较温和的，也使得新东方在线整体的销售费用率为 34%，接近传统连锁企业，显著低于现在主流的互联网教育企业。其中很重要的原因在于新东方在线借助新东方母公司的品牌效应，节省了大量广告支出，同时其成熟的管理体系和相对稳定的增长速度，也有效控制了新东方在线管理费用的支出。
- 正保远程基本处于成熟阶段，其培训人次变动幅度相对较小，无论是销售费用率还是管理费用率均处于最低水平。除此之外，处于高速扩张状态的流利说、尚德机构、无忧英语以及沪江教育最新完整财年的销售费用率分别为 111%/109%/64%/106%，营销投入巨大，竞争十分激烈。

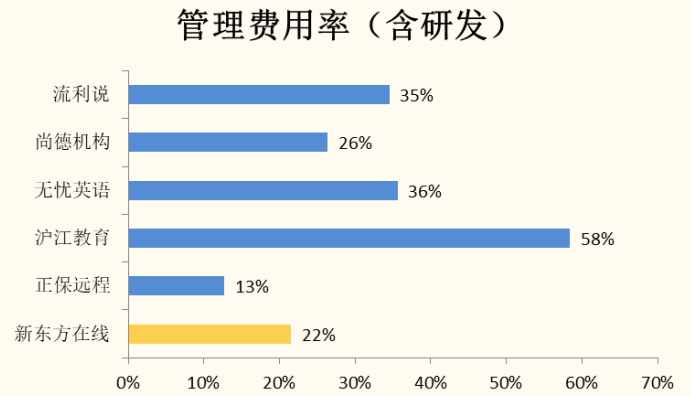
图表 24: 在线教育公司最新财年销售费用率对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

沪江为 FY2017 数据, 其余为 FY2018 数据

图表 25: 在线教育公司最新财年行政费用率对比



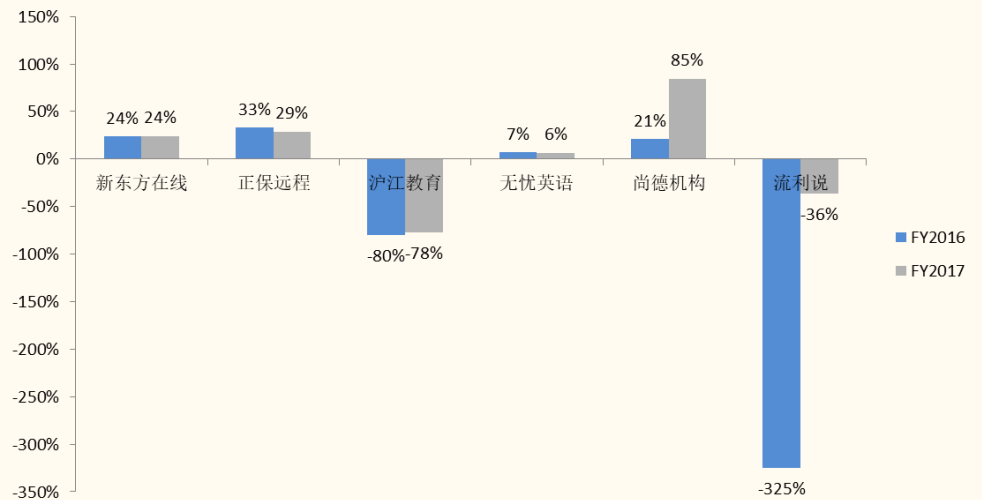
来源: 公司公告, 国金证券研究所

沪江为 FY2017 数据, 其余为 FY2018 数据

对比 4: 现金流状况良好且稳定

- 新东方在线和正保远程已经实现稳定盈利, 增速相对稳定, 从经营性现金流的角度来说, 状况良好, 经营性现金流量净额占收入比重在 20-30%左右, 而沪江教育和流利说经营性现金流量净额尚未转正, 无忧英语占收入比重较小, 而尚德机构由于快速扩张过程中该比例变动较大。

图表 26: 经营性现金流量净额占收入比重



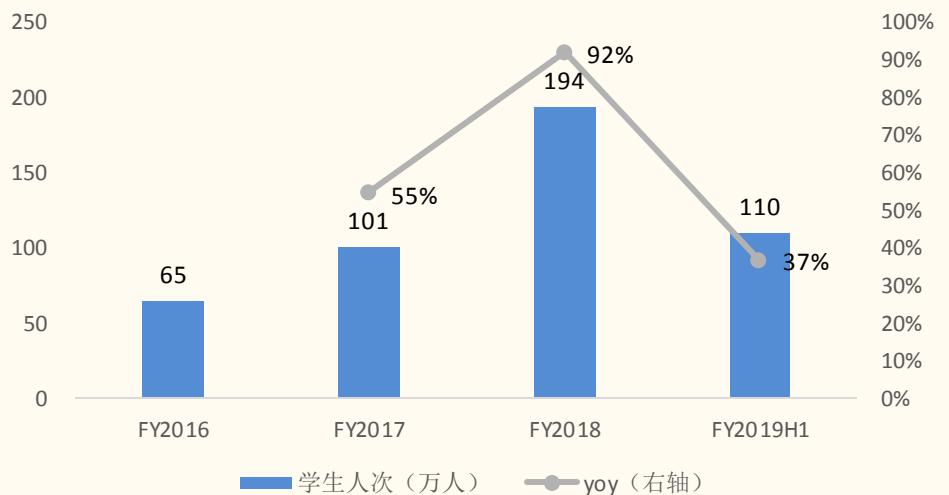
来源: 公司公告, 国金证券研究所

3. 营收处于快速发展阶段，稀缺的实现盈利的在线教育公司

3.1 付费人次/营收/净利/ FY16-18 CAGR72%/40%/23%

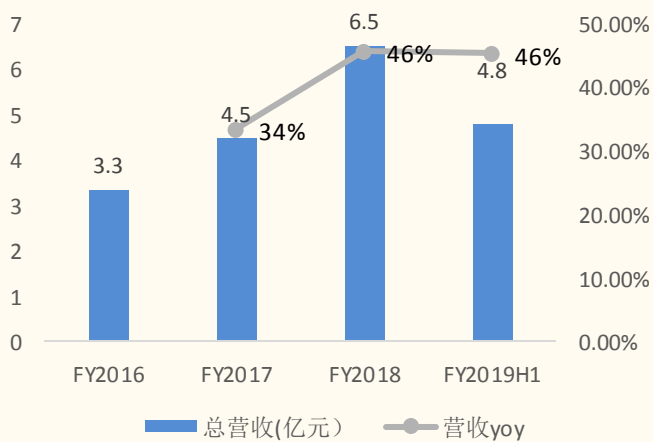
- 新东方在线付费学生人次从 FY2016 的 65 万人上升至 FY2018 的 194 万人，CAGR 为 72%，FY2019H1 总付费学生人次达到 110.4 万人，同比增加 27%。公司的总付费学生人数保持快速上升的趋势，人数的增加推动了营收的增长。
- 新东方在线 FY2016-2018 收入 CAGR 达 40%，归母净利润 CAGR 达 23%。营业收入从 FY2016 的 3.3 亿上升至 FY2018 的 6.5 亿，CAGR 为 40%；FY2019H1 实现营业收入 4.8 亿元，同比增长 45%，公司总体营收增速保持良好的状态，随着成长业务的拓展，实现持续稳健增长。公司 FY2016 归母净利润为 0.6 亿元，FY2018 归母净利润为 0.8 亿元，CAGR 为 23%。受到业务扩张和在线教育竞争持续激烈的影响，FY2018 和 FY2019H1 师资成本和获客成本有所增加，导致毛利率下滑以及销售费用率大幅提升，对此后文会进行详细分析。

图表 27：新东方在线付费学生人次及增速



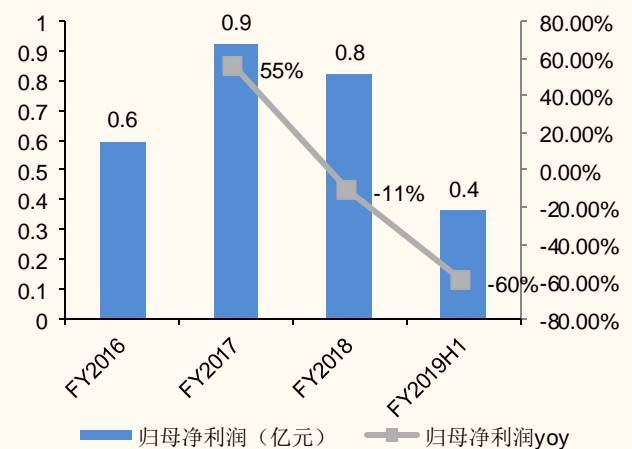
来源：公司招股书，国金证券研究所

图表 28：新东方在线营收及增速



来源：公司招股书，国金证券研究所

图表 29：新东方在线归母净利润及增速

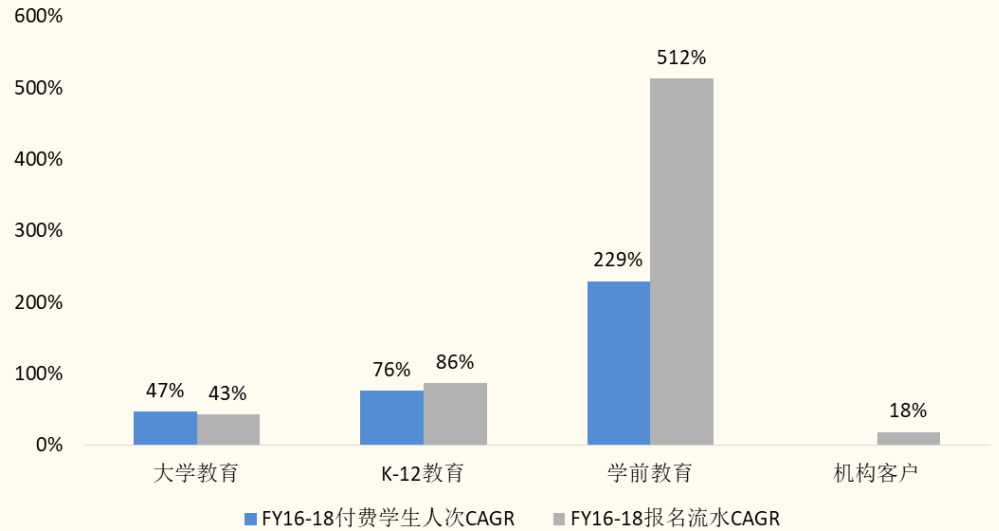


来源：公司招股书，国金证券研究所

3.2 未来新东方在线收入的增长点在哪里？K12 是重要阵地，享天然优势

- FY2016-2018 大学教育/K12 教育/学前教育的付费学生人次 CAGR 分别为 47%/76%/229%，报名流水 CAGR 分别为 43%/86%/512%，K12 教育及学前教育有望成为未来收入增长强劲动力来源，尤其是 K12 教育部分，与新东方本身主要业务的协同效应更强。

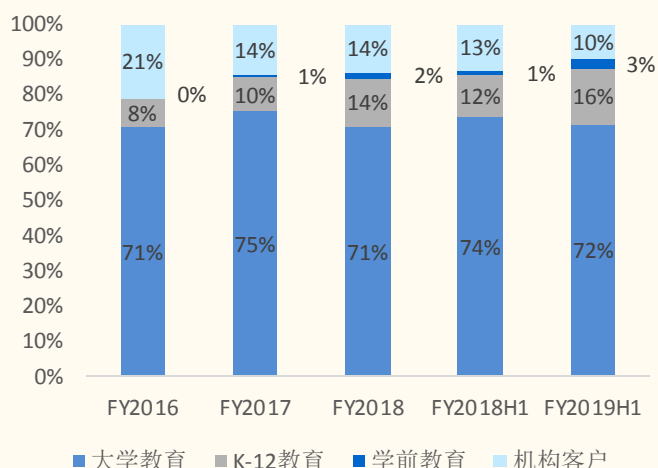
图表 30：新东方在线分业务付费学生人次及报名流水 CAGR 情况



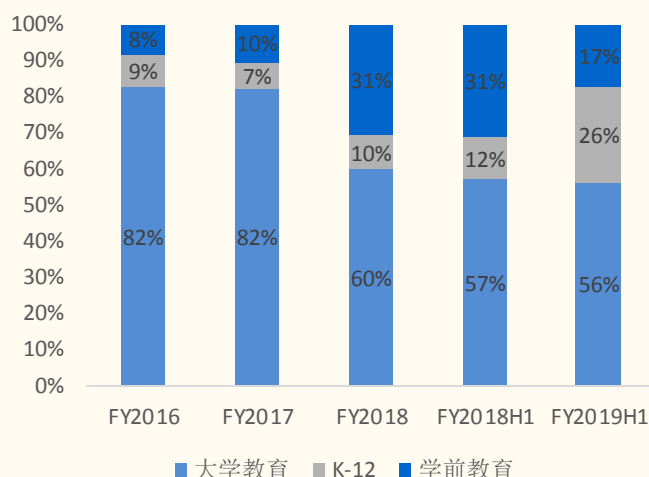
来源：公司公告，国金证券研究所

- **新东方在线约 70% 收入来自于大学教育，K12 比例有所提高，2017 年成立东方优播，重点发力 K12 培训，未来增长值得期待。**不同于新东方 K12 部分已成为收入主体（新东方营收组成中，K12 辅导占 62%），新东方在线的收入中约 70% 左右来源于大学教育，包括考研培训，出国留学培训等，近年来，新东方在线 K12 培训业务占比有所提升，由 FY2016 的 8% 上升至 FY2018 的 14%，提高了 6 个 pct，FY2019H1 占比进一步提高到 16%，但相比其大学培训业务还有较大差距，2017 年新东方在线成立提供 K12 培训的东方优播平台，重点发力 K12 培训，未来增长值得期待。学前教育收入占比由 FY2016 的 0.2% 上升到 FY2018 的 2%，提高了约 2 个 pct，FY2019H1 占比进一步提高到 3%。机构业务收入占比由 FY2016 的 21% 下降到 FY2018 的 14%，下降约 7 个 pct，FY2019H1 占比下降到 10%。
- **新东方在线业务机构与早期的新东方相似，品牌背书，具有天然业务拓展优势。**虽然从当前时点来看，新东方在线的主力业务和新东方的主力业务重合程度并不高，但是新东方在线的业务构成，有点像新东方早期（1995-2008）年的业务结构，FY2006 新东方 89% 收入来源于语言培训及考试准备课程（类似对应新东方在线的大学教育），仅有 4% 收入来源于 K12 培训。新东方品牌本身具有相当高的认知度，虽然可能不是直接引流方面的合作，但是新东方还是为新东方在线提供了相当强的品牌背书，使得新东方在线在进行相关业务拓展（如 K12 培训，学前教育等）时，具有天然的优势。
- **人数占比与收入占比变动大趋势相同，差异由于分业务客单价不同导致。**前文分析过新东方在线的定价策略较低，未来提价空间较大，但是短期为了抢占市场，公司可能会通过提供更多低价的入门课程，进行获客引流，学前教育人数占比占比变动较大，但是因为远低于其他业务的客单价（FY2018 正式课程的客单价，所有课程平均 462 元，学前教育仅为 44 元），在收入端占比变化较小。未来有两个因素有望促进整体客单价提升：①随着业务相对稳定，正式课程人数占比提高，低客单价的入门课程占比降低；②随着课程模式的变更，高客单价产品对收入贡献比例提高，比如东方优播的直播课程，多纳外教学堂课程这类直播模式的进一步推广。

图表 31：新东方在线收入结构拆分



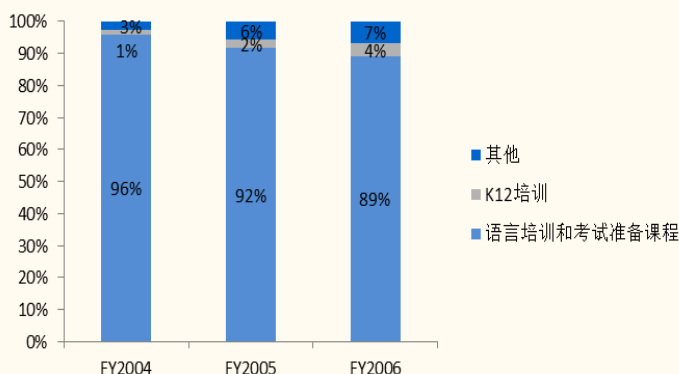
图表 32：新东方在线学生结构拆分



来源：公司招股书，国金证券研究所

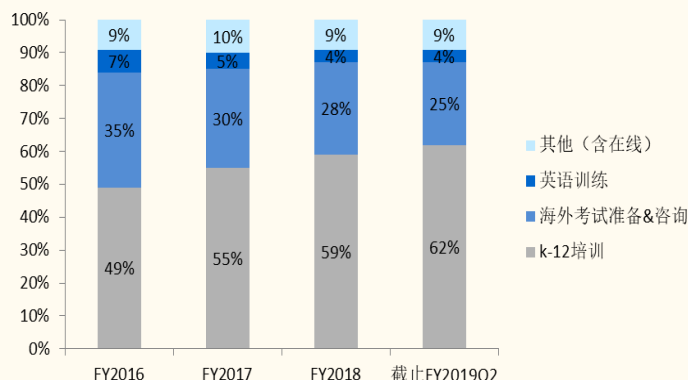
来源：公司招股书，国金证券研究所

图表 33：新东方 FY2004-2006 收入构成



来源：新东方公司公告，国金证券研究所

图表 34：新东方 FY2016-FY2019Q2 收入构成



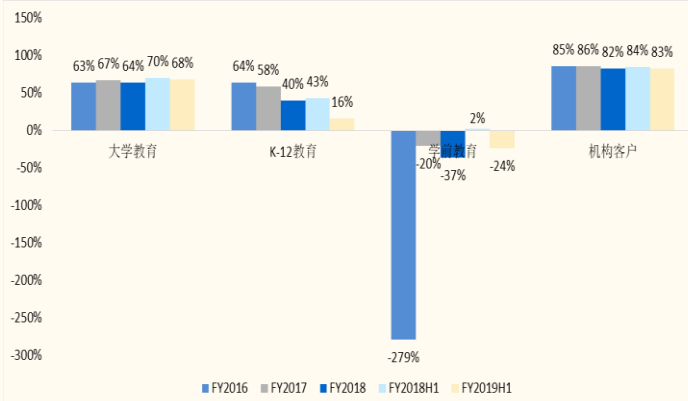
来源：新东方公司公告，国金证券研究所

注：截止 2019Q2 为截止 FY2019Q2 向前 12 个月数据

3.3 未来新东方在线的盈利能力会受到哪些因素影响？毛利率&获客成本

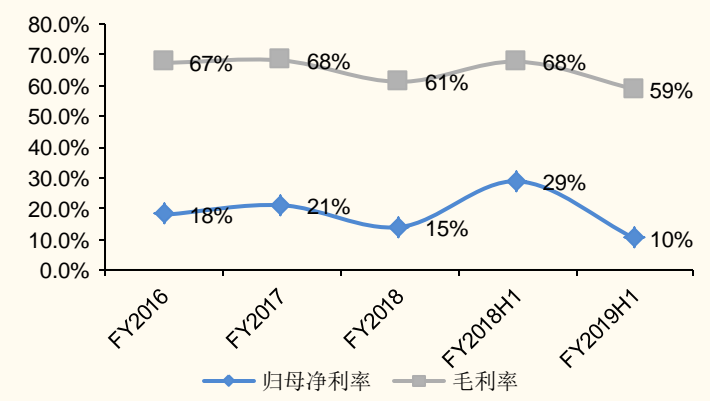
- FY2018 新东方在线毛利率和净利率分别为 61%和 15%，受到业务扩展的影响有所下滑。** 毛利率 FY2018 的 61%，下降了 7pct，FY2019H1 为 59%，同比下降 9 个 pct。归母净利率 FY2018 的 15%，下降了 6 个 pct，FY2019H1 为 10%，同比下降 19 个 pct。教材成本、课程研究成本和教学人员成本增加导致了毛利的减少，大学教育的毛利处于正常水平，K-12 教育和学前教育的毛利率降低是因为业务处于初期发展阶段，需要大量的前期投资以吸引老师，开发新课程和教材。

图表 35: 新东方在线分业务毛利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

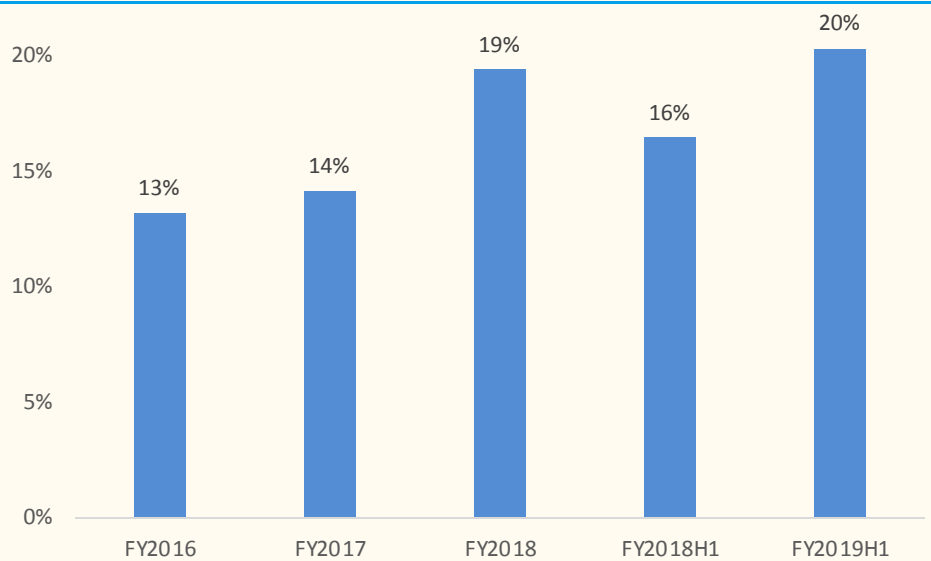
图表 36: 新东方在线归母净利润率和毛利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

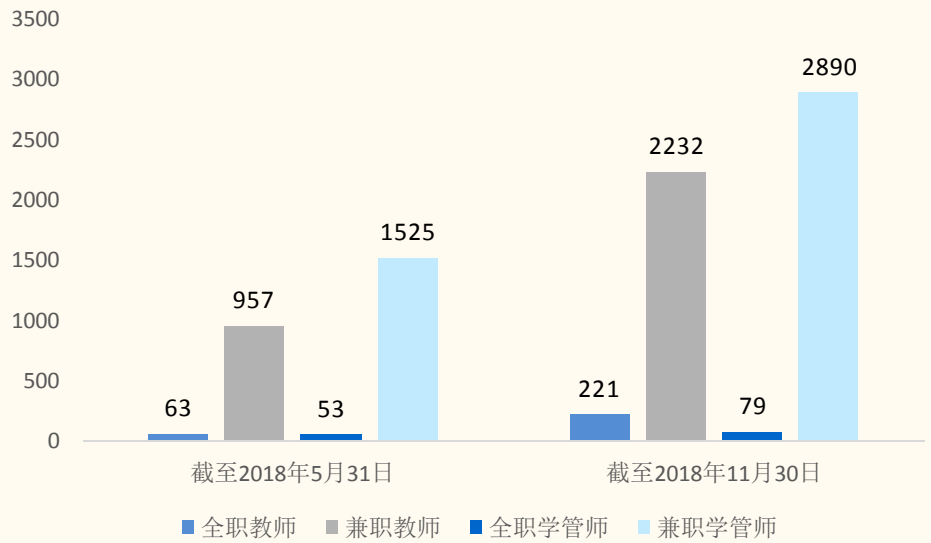
- **毛利率下降主要原因由于教学人员成本上升。**教学人员成本相对于营收占比从 FY2018 为 19%，同比上升了 5 个 pct，FY2019H1 为 20%，同比上升了 4 个 pct。扩张过程中对于教师资源的投入加大，同时在竞争激烈的环境下为了吸引优质的师资，成本端会有提升，教学人员成本占收入比重在提高。公司通过招聘、培训以及高薪留用，吸引和保留了大量的优质人才。截止 FY2019H1，在教师队伍中，全职教师有 221 人，兼职教师有 2232 人，全职学管师有 79 人，兼职学管师有 2890 人。在教师队伍之中，绝大部分全职教师以及兼职教师都持有学士学位，三分之一以上的教师持有硕士及以上学历，新东方在线十分重视师资力量的培养。

图表 37: 新东方在线教学人员成本相对于营收占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

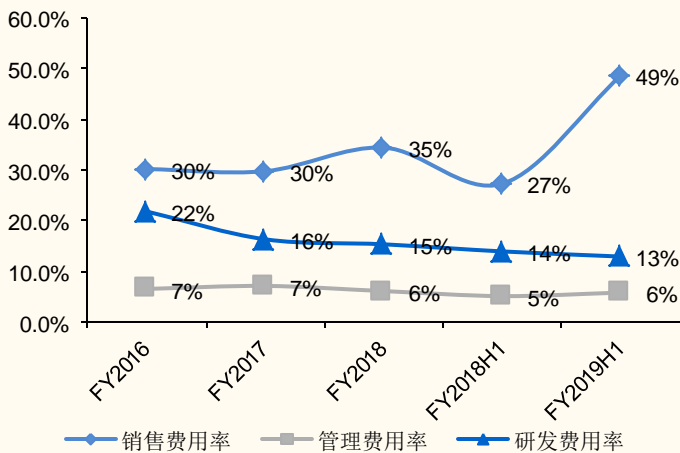
图表 38：截至 FY2019H1 新东方在线老师组成



来源：公司招股书，国金证券研究所

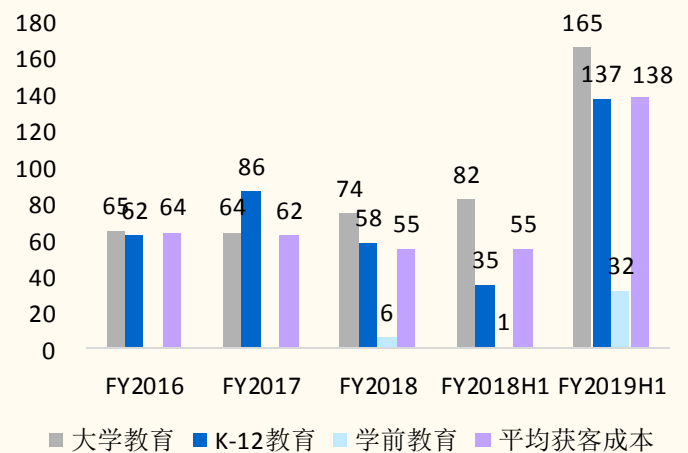
- 费用端来看，管理和研发费用率相对稳定，销售费用率大幅上升。管理费用率基本维持在 6% 左右，规模效应下研发费用率逐年略有下降，相对稳定。销售费用率 FY2018 为 35%，同比上升 5 个 pct，FY2019H1 为 49%，同比上升了 12 个 pct。FY2018 大学教育和学前教育的获客成本略有增长，分别是 74/6 元（FY2017 分别为 64/0 元）。FY2019H1 大学教育/K-12/学前教育/平均获客成本均大幅增加，分别为 165/137/32/138 元，同比增长 101%/291%/3100%/151%。
- 营销开支主要是用在大学教育业务上，除了传统线上营销之外，还通过新媒体在精准营销方面投入更多资源。k-12 和学前教育业务的开支有所提升，主要用于线上媒体推广活动增加以及广告费上升，暑期的促销活动花费的广告费用大幅度增加。一方面要巩固在大学教育上的领先地位，另一方面也要为拓展 k-12 和学前教育成长业务做推动。

图表 39：新东方在线费用率情况



来源：公司招股书，国金证券研究所

图表 40：新东方在线获客成本（元）

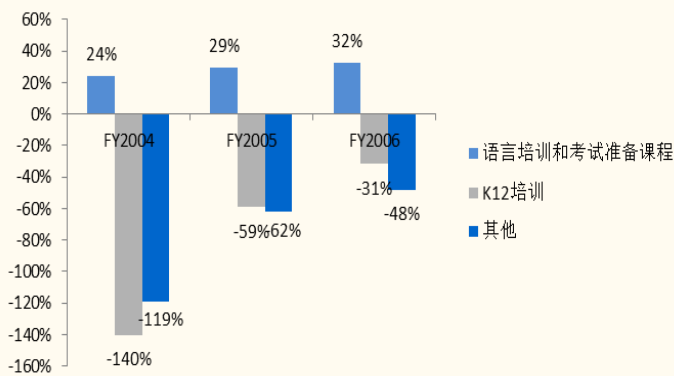


来源：公司招股书，国金证券研究所

获客成本=期间营销开支/付费学生人次

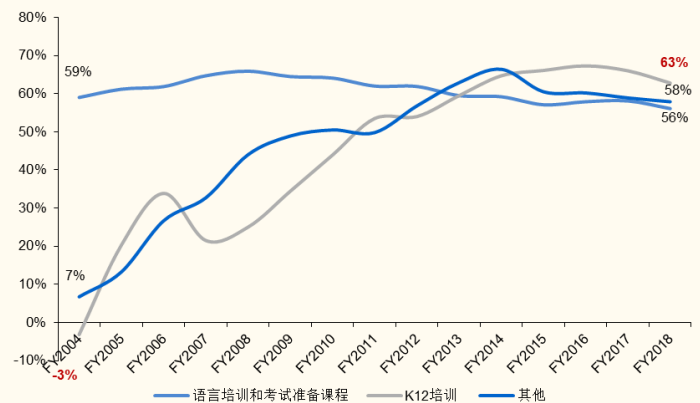
- 从影响未来盈利能力的因素来看，主要有毛利率和获客成本变动两个因素，均需要从公司和行业两个层面去考虑——
- ①**毛利率变动**：公司层面，目前公司 K12 培训及学前教育的毛利率低于成熟大学教育业务，随着细分业务成熟，规模效应下，综合毛利率提升空间大，但需要注意的是在快速扩张过程中毛利率仍会面临阶段性下降的情况。类比新东方 FY2004 刚开始发展 K12 业务时（收入占 1%），K12 业务的毛利率为 -3%，营业利润率为 -140%，而语言培训和考试准备课程（收入占比 96%）的毛利率为 59%，营业利润率为 24%，随后 K12 业务的亏损逐步缩窄，截止 FY2018 新东方 K12 业务的毛利率为 63%，超过语言培训和考试准备课程 56% 的毛利率水平。行业层面，竞争加剧和监管趋严的背景下，公司成本端会有所承压，主要体现在师资成本上。综合影响下，我们预测 FY2019-2021 毛利率分别为 57.5%/58.0%/58.4%（FY2018 为 61.2%）。
- ②**获客成本变动**：公司层面，成长业务拓展期，低客单价的入门课程占比提升明显，获客成本相较客单价而言较高，随着成长业务形成一定规模，高客单价的正式课程占比提升，同样的获客成本对应带来的客单价收入会有所提高。行业层面，我们认为随着市场竞争环境的变化，竞争激烈程度加剧，获客成本在短期会有所攀升，但是当头部相对稳定后，获客成本有望下降，目前新东方在线因竞争压力获客成本增长幅度较大，不过相较同行而言，其营销费用率水平仍然不高，短期对盈利水平会有所压制。综合影响下，我们预测 FY2019-2021 销售费用率分别为 43.7%/42.0%/41.5%（FY2018 为 34.4%）。

图表 41：新东方 FY2004-2006 分业务营业利润率



来源：新东方公司公告，国金证券研究所

图表 42：新东方 FY2004-2018 分业务毛利率



来源：新东方公司公告，国金证券研究所

3.4 未来需要关注新东方在线哪些关键指标？入门课程&录播比例

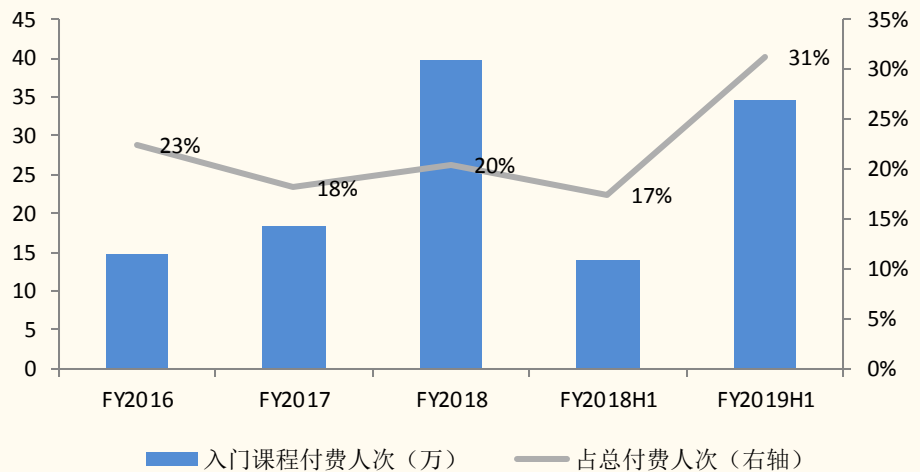
- 我们认为对于研究新东方在线以下几个指标值得重点关注——
- ①**入门课程的人数占比和获客成本的变动**：入门课程由于客单价极低，一方面，其收入占比对于整体客单价变动较为重要，实际上 FY2018 综合客单价的下滑，是由于客单价不同的业务结构变动导致的，所以在细分正式课程客单价都上升的情况下，正式课程的平均客单价却在下降，而入门课程比重的上市，扩大了下降幅度，FY2019H1 这一影响更为明显，在正式课程平均客单价上升的情况下，由于入门课程人数占比大幅度提升，整体客单价仍然是下滑的；另一方面，其占总人数的比重变动能够侧面反映出公司的运营阶段及面临的外部压力，FY2019H1 的大幅上升，能够体现出公司对于成长业务的投入加大，同时面临的外部竞争也较为激烈。获客成本的变动对于公司的盈利能力的影响较大，同时也能够反映出外部竞争态势。我们认为短期入门课程人数占比会有所攀升，随着成长业务规模扩大，这部分占比有望稳住甚至下降。行业竞争激烈现状短期内仍会存在，但是未来同样获客成本带来的收入可能会有所提高。

图表 43：新东方在线客单价的变动

	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019H1
正式课程				
大学教育	718	621	682	723
大学考试备考	620	472	513	555
海外备考	1048	1240	1484	2070
英语学习及其他	558	734	828	540
K-12 教育	581	784	991	967
学前教育	12	40	44	153
正式课程平均	627	558	462	617
入门课程	6	9	11	19
总计平均	488	457	370	430
YOY	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019H1
正式课程				
大学教育	-	-14%	10%	-1%
大学考试备考	-	-24%	9%	0%
海外备考	-	18%	20%	58%
英语学习及其他	-	32%	13%	-29%
K-12 教育	-	35%	26%	-3%
学前教育	-	233%	10%	314%
正式课程平均	-	-11%	-17%	10%
入门课程	-	50%	22%	111%
总计平均	-	-6%	-19%	-7%

来源：公司公告，国金证券研究所

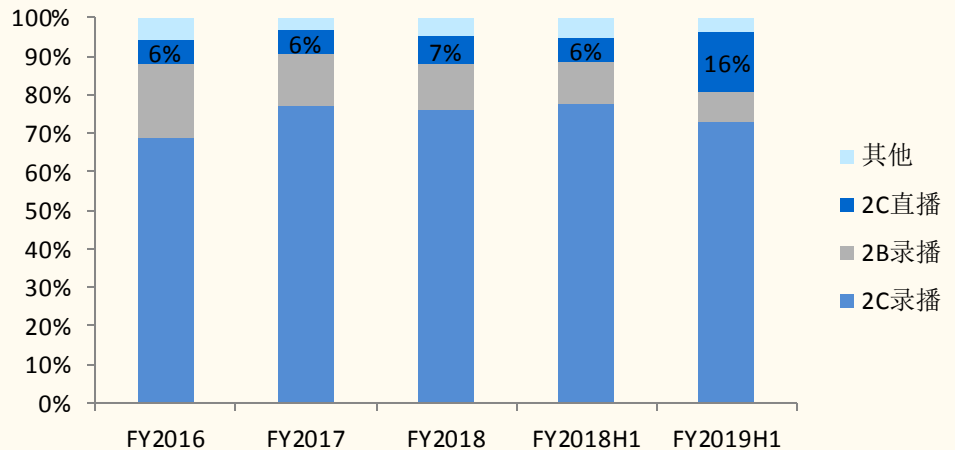
图表 44：入门课程付费人次占总付费人次比重变化情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- **②录播和直播的收入占比变动：**目前新东方在线仍是录播收入占主导地位，前文探讨过录播和直播业态本质有所差异，注重对于用户习惯的培养，互动感更强，对运营的要求更高，形成的壁垒也更高，直播占比的变动对收入端和成本费用均会带来转变，直播课程的客单价通常高于录播课程，成本和费用开支相对也更大，FY2018 新东方在线 2C 直播收入占比为 7%，同比略有提升 1pct，而 FY2019H1，新东方在线 2C 直播收入占比为 16%，同比大幅提高 10pct。新东方在线 2017 年成立的东方优播就是以直播课程为主的平台，我们认为未来新东方在线直播的比例会有所提高。

图表 45：新东方在线录播和直播收入占比变动



来源：公司公告，国金证券研究所

4.投资建议及估值

- 总的来说，我们认为新东方在线拥有着较强的品牌优势及运营能力，我们看好其传统业务大学教育的稳健增长，以及成长业务尤其是 K12 教育的快速发展，但是考虑到竞争加剧和政策监管趋严两方面的影响，我们认为短期内利润端的增长可能会有所承压：①FY2018 和 FY2019H1 教师成本的上升、获客成本的提高以及入门课程付费人次占比的提升，均侧面反映出行业竞争加剧的现状；②在线教育在 2018 年之前属于教育行业的监管盲区，2018 年监管开始从无到有，其中 K12 培训预计会成为未来监管的重点板块，监管趋严的背景下或对成本和扩张速度造成一定压力，小公司因为满足不了规范要求可能会退出竞争，之前处于野蛮生长的公司扩张速度或受到明显限制，新东方在线扩张速度较快但相对温和，对其主要影响预计会体现在成本端，在线教育未来模式还需要持续探索和优化。
- 以 FY2017 和 FY2018 来看，大部分在线教育企业并未盈利，而新东方在线能够实现盈利，体现了其品牌效应下，极具优势的营销费用率水平，可给予适当溢价。虽然单以 PE 来看，目前新东方在线约 70x-100x 的 PE 并不便宜，但是其 PS 和巨头相比仍在合理区间，好未来 FY2018 的 PS 估值约 13x，新东方在线 FY2018 的 PS 估值约 10x，估值尚合理。我们预测公司 FY2019-2021 营业收入分别为 9.0/12.6/17.5 亿元，同比增长 38%/40%/40%，归母净利润分别为 0.8/1.0/1.3 亿元，同比增长 -15%/30%/30%，首次覆盖，给予增持评级，目标价 11.9 港元。

图表 46：在线教育和培训公司估值表（港股和美股）

细分领域	证券代码	证券简称	总市值(亿元, rmb)	营收(亿元, rmb)		净利润(亿元, rmb)		P/E	
				FY2017	FY2018	FY2017	FY2018	FY2017	FY2018
在线教育	1797.HK	新东方在线	69	4.5	6.5	0.9	0.7	74	96
在线教育	COE.N	无忧英语(51TALK)	8	8.5	11.5	-5.8	-4.2	-	-
在线教育	STG.N	尚德教育	40	9.7	19.7	-9.2	-9.3	-	-
在线教育	LAI.X.N	流利说	35	1.7	6.4	-2.7	-5.2	-	-
K12培训	TAL.N	好未来	1,415	71.7	108.6	8.0	12.6	176	113
K12培训	EDU.N	新东方	967	123.5	157.0	18.8	19.0	51	51
K12培训	NEW.N	朴新教育	55	12.8	22.3	-4.0	-8.3	-	-
K12培训	FEDU.N	四季教育	7	2.0	3.0	0.1	0.4	50	18
K12培训	ONE.N	精锐教育	92	20.6	28.6	1.5	2.5	62	37
K12培训	REDU.O	瑞思学科英语	39	9.7	12.7	-0.5	1.4	-	27
K12培训	3978.HK	卓越教育集团	26	11.5	14.8	0.5	0.5	53	47
平均								78	56
截止日期：20190414									

来源：公司公告，wind，国金证券研究所

风险提示

- **行业竞争加剧，获客成本提高：**若行业竞争加剧，持续吸引付费学员能力存不确定性，若获客成本进一步增加，对于公司短期盈利能力影响较大，为了持续吸引学员付费，新东方在线必须不断应对市场竞争，研发高质量的课程吸引潜在的学员，保持良好的口碑和教学质量，有效控制获客成本。
- **在线教育监管趋严风险：**2018 年在线教育监管从无到有，影响深远。互联网教育以前一直是教育的监管盲区，但是 2018 年 8 月 10 日的送审稿中第 16 条第一次对互联网教育进行了政策层面的规范。而 2018 年 11 月 26 日，教育部、国家市场监督管理总局、应急管理部三部门办公厅联合印发《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知》中，尤其重点提出了对于在线教育机构的监管：“强化在线培训监管——做好面向中小学生的利用互联网技术实施的在线教育机构的备案工作。线上培训机构所办学科类培训班的名称、培训内容、招生对象、进度安排、上课时间等必须在机构住所地省级教育行政部门备案，必须将教师的姓名，照片，教师班次及教师资格证号在其网站显著位置予以公示。”这对于在线教育机构来说，可能会造成深刻的影响。若在线教育监管趋严或对公司扩张速度造成影响，或加大对于成本和费用端的压力。
- **扩张过程中优秀的教师等人才或存在短缺风险。**如果扩张速度过快，教师招聘可能出现短缺，导致师生比过高，从而影响教学质量，对教育品牌产生一定负面影响，若教师存在短缺，教师成本有上升风险，或拉低公司整体利润率。

其他收入、收益及亏损波动较大，或对利润率水平造成较大影响：其他收入、收益及亏所包含利息收入，长期投资公允价值变动损益，金融资产股权价值摆动损益，汇兑收益等科目，不同年份中项目变动幅度较大，或归母利润率水平造成较大影响。以理财产品的利息收入为例，目前，新东方在线 FY2016，FY2017。FY2018 理财产品收益分别占其税前利润的 21%，38%，48%，理财产品的收益率存在不确定性。

附录：三张报表预测摘要

综合财务状况表					综合收益表				
单位:百万					单位:百万				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1203	2885	3150	3497	营业额	650	898	1256	1753
现金及现金等价物	709	2364	2561	2883	销售成本	253	382	527	729
交易用投资	380	400	400	400	毛利	398	517	728	1024
应收款项	33	38	45	55	销售、一般性和行政开支	264	446	603	833
其他应收款	69	71	132	146	研究发展费用	100	117	153	202
存货	-	-	-	-	其他营业收入	-	-	-	-
非流动资产	218	250	259	272	EBITDA	99	51	57	86
可供出售投资	-	-	-	-	折旧和摊销	6	7	10	14
联营和共同控制实体的投资	67	70	70	70	EBIT	93	43	47	71
投资物业	-	-	-	-	融资收入净额	-	35	55	61
固定资产	21	30	38	52	分占联营和共同控制实体的溢利	2	-	-	-
在建工程	-	-	-	-	除所得税前溢利	93	78	102	133
土地使用权	-	-	-	-	所得税开支	11	8	11	14
无形资产	-	-	-	-	除所得税后溢利	82	70	91	119
总资产	1421	3135	3408	3770	非控制性股东应占溢利	-9	-10	-11	-12
流动负债	531	733	915	1157	股息	-	-	-	-
短期借款	-	-	-	-	母公司股东应占溢利	91	80	102	130
应付款项	29	35	47	58	EPS	0.10	0.09	0.11	0.14
预收账款	343	473	643	875					
其他	160	225	225	225	主要财务比率				
非流动负债	11	16	16	16	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
长期借款	-	-	-	-	成长性				
其他	11	16	16	16	营业额增长率	45.8%	38.1%	39.8%	39.6%
负债合计	542	749	931	1173	EBIT 增长率	-9.1%	-53.3%	8.4%	52.2%
股本	0	165	165	165	净利润增长率	-11.0%	-14.6%	30.3%	29.9%
储备	885	885	885	885	盈利能力				
保留溢利	-	80	182	313	EBIT/营业额	14.2%	4.8%	3.7%	4.1%
非控制性股东权益	-7	-17	-28	-40	EBITDA/营业额	15.2%	5.6%	4.5%	4.9%
总权益	878	2386	2477	2596	毛利率	61.2%	57.5%	58.0%	58.4%
总负债和总权益	1421	3135	3408	3770	净利率	12.6%	7.8%	7.3%	6.8%
					ROE	10.3%	3.3%	4.1%	5.0%
					偿债能力				
综合现金流量表					资产负债率	38.2%	23.9%	27.3%	31.1%
单位:百万					流动比率	2.26	3.94	3.44	3.02
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	速动比率	2.25	3.93	3.43	3.01
除所得税后溢利	77	70	91	118	营运能力				
折旧和摊销	6	7	10	14	资产周转率	0.46	0.29	0.37	0.47
利息费用	-44	-35	-55	-61	应收帐款周转率	21.55	25.00	30.00	35.00
营运资本的变动	140	64	-56	-15	应付账款周转率	21.40	28.24	30.95	33.65
经营活动产生现金流量	149	241	160	288	存货周转率	-	-	-	-
资本性支出	-19	-17	-19	-28	每股资料				
投资、贷款于联营和共同控制实体	-2129	-4	-	-	每股收益	0.10	0.09	0.11	0.14
投资活动产生现金流量	509	-59	-18	-28	每股经营现金流	0.16	0.26	0.18	0.32
借款变动	-	-	-	-	每股净资产	0.97	2.63	2.74	2.88
发行股份	591	1438	-	-	估值比率(倍)				
支付的股利和利息	-	35	55	61	PE	92.60	105.92	82.74	64.84
融资活动产生现金流量	6	1472	55	61	PB	9.56	3.52	3.38	3.21
现金净变动	664	1654	197	322	EV/EBITDA	-11.05	142.15	122.96	77.94
现金的期初余额	42	709	2364	2561					
现金的期末余额	709	2364	2561	2883					

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH