

【广发社服&海外】新东方 (EDU.N)

线下培训逐步回暖，布局 OMO 新模式效果良好

核心观点：

- **财务情况：线下教学持续恢复，21 财年 Q1 业绩好于指引。**新东方近日发布 21 财年 Q1 财报。Q1 公司实现营收 9.9 亿美元，同比下降 8.0%；Non GAAP 归母净利润 1.85 亿美元，同比下降 19.8%，归母净利润降幅环比收窄，业绩表现超过此前指引。盈利能力方面：Q1 新东方毛利率为 52.9%，同比下降 6.1pct；Non GAAP 经营利润率和净利率分别为 16.8% 和 18.7%，同比分别下降 7.2pct 和 2.8pct。
- **经营情况：就读学生数量恢复正增长，全国布局持续推进。**分业务来看，Q1 新东方 K12 业务营收增长 8%（美元口径，下同）。优能中学辅导同比增长 9%，优能小班课同比增长 15%，优能 VIP 同比下降 10%。泡泡少儿班同比增长 3.5%。留学业务持续受到留学考试取消以及学校停课影响，Q1 留学考试辅导和留学咨询收入同比分别下降 51% 和 31%。Q1 公司整体学生数量为 296.1 万人，同比增长 13.5%，恢复正增长；Q1 整体客单价同比下降 10%，平均课时费同比下降 2%，主要是课时费较高的留学考试业务占比大幅下降、部分主要城市 OMO 在线课程暑期提供折扣以及参加促销课程学生占比提升所致。公司全国扩张进程持续推进，截止 Q1 新东方共有 1472 个学习中心和学校。学习中心面积同比增长 23%，环比增长 1%。
- **OMO 模式逐渐全国推广，龙头地位进一步强化。**国内疫情得到控制后，新东方加大线上线下结合的 OMO 模式课程的推广。根据公司电话会，截止 Q1，OMO 模式课程在 20 个左右城市推出，暑假班效果良好。看好公司全国持续扩张以及模式创新带来的长期成长空间。预计 2021 财年-23 财年每 ADS 对应 Non GAAP 盈利分别为 3.57 美元/ADS、5.11 美元/ADS、7.01 美元/ADS。DCF 法下合理价值为 193.6 美元/ADS，对应 2022 财年 37.8X P/E 估值，维持“增持”评级。
- **风险提示。**疫情存在不确定性影响线下培训恢复；师资流失风险。

盈利预测：（本文除特殊说明外均采用美元为货币单位）

单位：百万美元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3096	3579	4176	5695	7170
增长率 (%)	4.3%	-8.0%	20.9%	7.6%	0.0%
Non GAAP 归母净利润	414	494	571	820	1130
增长率 (%)	17.1%	19.3%	15.6%	43.6%	37.8%
Non GAAP 每ADS对应盈利 (美元/ADS)	2.60	3.10	3.57	5.11	7.01
市盈率 (P/E)	63.4	53.3	46.2	32.3	23.5
ROE (%)	10.1%	15.1%	15.9%	19.3%	20.9%
EV/EBITDA	60.5	46.2	41.5	25.2	17.4

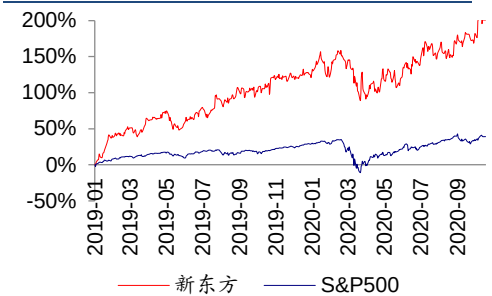
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

增持

当前价格	164.95 美元
合理价值	193.6 美元
前次评级	增持
报告日期	2020-10-20

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：

安鹏



SAC 执证号：S0260512030008

SFC CE No. BNW176



021-38003693



anpeng@gf.com.cn

分析师：

沈涛



SAC 执证号：S0260512030003

SFC CE No. AUS961



010-59136693



shentao@gf.com.cn

相关研究：

【广发海外】新东方 2019-10-23
(EDU):FY2020Q1: 人民币
收入增长超出指引

联系人：

高鸿 021-38003690

gfgaohong@gf.com.cn

目录索引

一、财务情况：线下教学持续恢复，21 财年 Q1 业绩好于指引	4
二、经营情况：就读学生数量恢复正增长，全国布局持续推进	5
三、OMO 模式逐渐全国推广，龙头地位进一步强化	6
四、风险提示	8

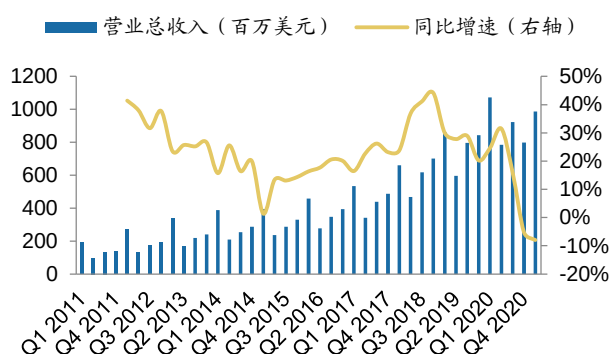
图表索引

图 1: 新东方 20 财年 Q4 实现营收 7.98 亿美元, 同比下降 5.3%	4
图 2: 新东方 20 财年 Q4 Non GAAP 归母净利润为 4851 万美元, 同比下降 49.0%	4
图 3: 新东方单季度销售&管理费用率	5
图 4: 新东方单季度毛利率和 Non GAAP 净利率	5
图 5: 新东方 K12 业务单季度营收同比增速 (美元口径)	6
图 6: 新东方 Q1 学生数量达到 296.1 万人, 同比增长 13.5%	6
图 7: 截止 2021 财年 Q1 新东方共有 1472 个学习中心和学校	6
表 1: 新东方 DCF 估值假设	7
表 2: 新东方 DCF 估值结果	7
表 3: 新东方可比公司估值 (截止 2020/10/19)	7
表 4: 新东方收入成本假设和盈利预测	8

一、财务情况：线下教学持续恢复，21 财年 Q1 业绩好于指引

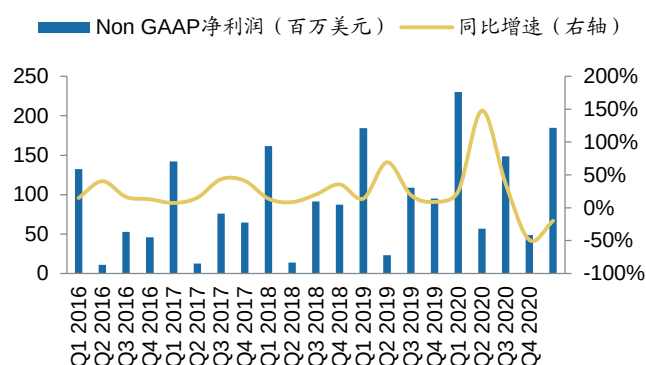
新东方近日发布2021财年Q1财报。Q1公司实现营收9.9亿美元，同比下降8.0%。由于今年暑假班/秋季班报名延后、主要城市暑假缩短1-2周以及北京二次疫情影响暑假课程恢复，对收入端造成一定影响。业绩方面，Q1 Non GAAP经营利润和归母净利润分别为1.66亿美元和1.85亿美元，同比分别下降38.9%和19.8%，归母净利润降幅环比收窄，业绩表现超过此前指引。

图1：新东方20财年Q4实现营收7.98亿美元，同比下降5.3%



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

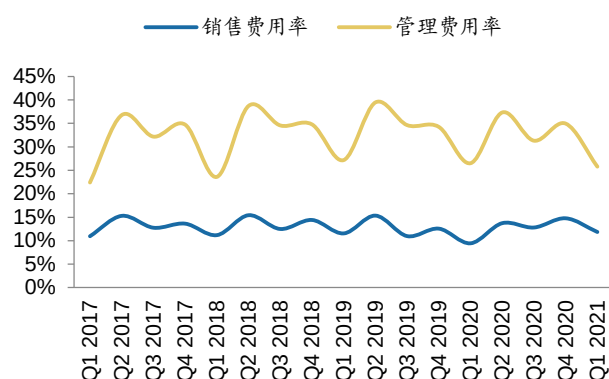
图2：新东方20财年Q4 Non GAAP归母净利润为4851万美元，同比下降49.0%



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

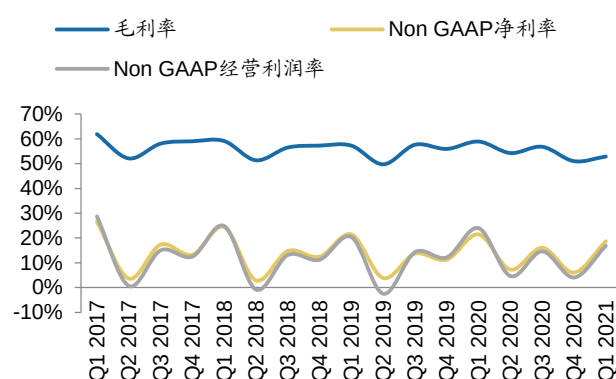
盈利能力方面：Q1新东方毛利率为52.9%，同比下降6.1pct；Non GAAP经营利润率和净利率分别为16.8%和18.7%，同比分别下降7.2pct和2.8pct。费用方面，由于疫情期期间新东方在线加大宣传投放力度，客服代表和销售人员增加，Q1销售和市场费用同比增长15.5%，销售费用率为11.8%，同比提升2.4pct。管理费用同比下降10.5%，管理费用率为35.0%，同比下降0.7pct。

图3：新东方单季度销售&管理费用率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图4：新东方单季度毛利率和Non GAAP净利率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

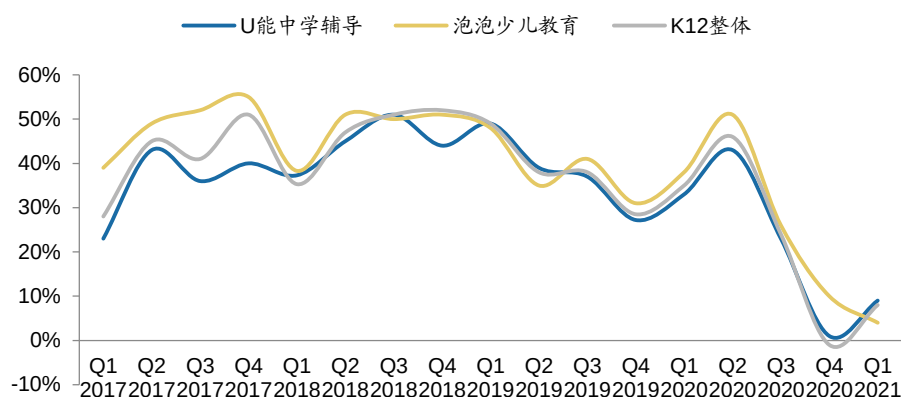
二、经营情况：就读学生数量恢复正增长，全国布局持续推进

分业务来看，Q1 新东方K12业务营收增长8%（美元口径，下同）。其中优能中学辅导同比增长9%，优能小班课同比增长15%，优能VIP同比下降10%。泡泡少儿班同比增长3.5%。留学业务持续受到留学考试取消以及学校停课影响，Q1留学考试辅导和留学咨询收入同比分别下降51%和31%。

学生人数方面：Q1公司整体学生数量为296.1万人，同比增长13.5%，恢复正增长。根据公司电话会，暑假期间新东方在70个城市推出促销课程，课程价格为400元，和19年基本持平。由于疫情影响，促销课较往年推出时间晚1个月，但促销课学生数量仍达到107.9万人，同比增长31%。促销课学生在秋季班留存率约为60%，有望持续为21财年贡献收入。

客单价方面：Q1整体客单价同比下降10%，平均课时费同比下降2%，主要是课时费较高的留学考试业务占比大幅下降、部分主要城市OMO在线课程暑期提供折扣以及参加促销课程学生占比提升所致。其中优能中学、优能VIP、泡泡少儿班、留学考试培训平均课时费同比分别变动+2%、+3%、-1%和+7%。

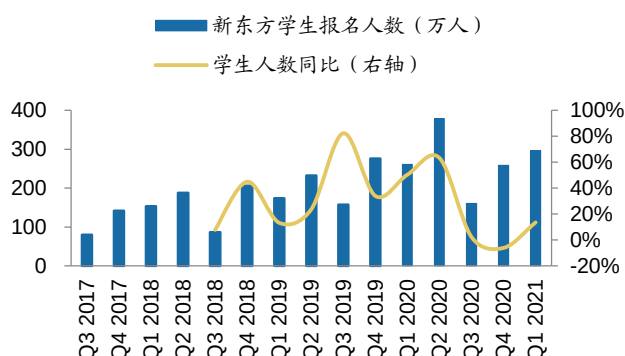
图 5: 新东方 K12 业务单季度营收同比增速 (美元口径)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

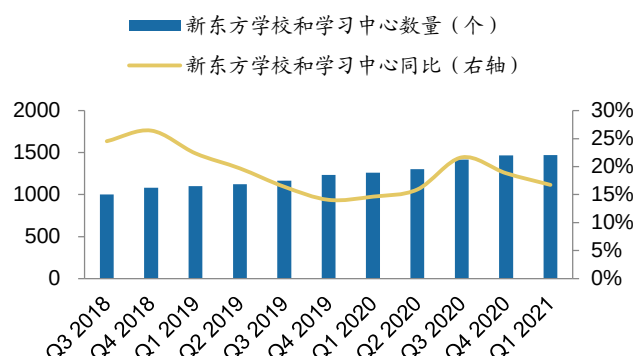
公司全国扩张进程持续推进, 截止Q1新东方共有1472个学习中心和学校。Q1公司在广州、淮南、高州、陆丰、芜湖和酒泉新开7家线下学习中心, 学习中心面积同比增长23%, 环比增长1%。

图6: 新东方Q1学生数量达到296.1万人, 同比增长13.5%



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图7: 截止2021财年Q1新东方共有1472个学习中心和学校



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

三、OMO 模式逐渐全国推广, 龙头地位进一步强化

我们认为Q1以来线下K12业务恢复良好, 龙头地位进一步强化。国内疫情得到控制后, 新东方加大线上线下结合的OMO模式课程的推广。根据公司电话会, 截止Q1, OMO模式课程在20个左右城市推出, 暑假班效果良好。其中杭州OMO课程暑假后留存率超过50%。未来公司将更多的使用OMO模式进行全国扩张, 特别是进入新的城市, 有望帮助公司进一步提升下沉市场渗透率。看好公司全国持续扩张以及模式

创新带来的长期成长空间。

预计2021财年-23财年Non GAAP净利润分别为5.71亿美元、8.2亿美元和11.3亿美元，每ADS对应Non GAAP盈利分别为3.57美元/ADS、5.11美元/ADS、7.01美元/ADS。DCF法下合理价值为193.6美元/ADS，对应2022财年37.8X P/E估值，维持“增持”评级。

表1: 新东方DCF估值假设

DCF 估值假设	
股权资本成本	10.2%
无风险利率	3.0%
Beta	1.3
风险溢价	5.5%
债务成本	3.8%
利率	5.0%
税率	25.0%
债务比率	0.3%
WACC	10.1%
永续增长率	3.0%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表2: 新东方DCF估值结果

公允价值	
自由现金流现值 (百万美元)	10169.6
期末价值净现值 (百万美元)	16981.8
企业价值 (百万美元)	27151.4
股权价值 (百万美元)	30551.6
摊薄 ADS (百万 ADS)	157.8
合理价值 (美元/ADS)	193.58

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表3: 新东方可比公司估值 (截止2020/10/19)

名称	代码	市值 (亿美元)	FY1 P/E	FY2 P/E	FY1 EV/EBITDA	FY2 EV/EBITDA
好未来	TAL.N	470.2	98.0	55.5	92.6	44.9
精锐教育	ONE.N	7.1	13.6	9.3	1.1	0.9

数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

表4: 新东方收入成本假设和盈利预测

单位: 百万美元	FY18	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入合计	2447.4	3096.5	3578.7	4175.7	5694.9	7169.7
同比	36.0%	26.5%	15.6%	16.7%	36.4%	25.9%
教学服务	2165.2	2785.2	3230.4	3874.9	5372.0	6828.7
书籍、教材和其他	282.3	311.3	348.3	300.8	322.9	341.0
在读学生数量 (千人)	8404.7	10562.1	13442.5	19446.4	27280.4	35403.8
留学考试培训	281.0	296.0	288.0	272.6	299.9	305.9
优能中学	3030.0	3994.0	5297.0	7009.9	9323.1	11616.6
泡泡少儿英语	2425.0	3522.0	4444.0	5843.9	7714.0	9503.6
新东方在线	1940.4	2179.4	2852.4	5890.1	9492.1	13521.8
其他课程	728.3	570.7	561.1	429.9	451.4	455.9
隐含客单价 (人民币元)						
留学考试培训	10368.4	10917.1	10278.3	8088.7	8574.0	8831.2
优能中学	2065.0	2238.1	2150.1	2060.2	2142.6	2206.8
泡泡少儿英语	1273.7	1269.0	1343.5	1244.8	1294.6	1333.4
新东方在线	335.6	421.6	378.8	340.9	342.2	344.2
其他课程	1649.5	2303.5	2210.2	1625.7	1658.2	1691.4
营业成本	1065.7	1376.3	1588.9	1875.3	2434.2	2943.1
毛利, GAAP	1381.7	1720.2	1989.8	2300.3	3260.7	4226.5
毛利率	56.45%	55.55%	55.60%	55.09%	57.26%	58.95%
销售费用, non-GAAP	324.2	383.1	441.0	564.7	758.7	937.3
管理费用, non-GAAP	737.0	964.0	1089.9	1239.8	1645.3	2028.3
股权激励	57.4	71.2	59.8	67.6	81.9	92.0
经营开支合计	1118.7	1414.7	1590.8	1872.0	2485.9	3057.6
EBITDA, GAAP	342.0	419.5	550.0	611.9	1005.8	1457.8
折旧摊销	77.1	110.0	146.3	183.6	230.8	288.8
经营利润, GAAP	263.0	305.5	399.0	428.3	774.9	1168.9
经营利润 non-GAAP	320.4	376.7	461.1	502.9	865.2	1270.5
经营利润率, non-GAAP	13.1%	12.2%	12.9%	12.0%	15.2%	17.7%
GAAP 净利润	296.1	238.1	413.3	497.4	729.5	1028.1
Non-GAAP 净利润	353.6	413.9	493.9	570.8	819.8	1129.7
Non-GAAP 净利率	14.4%	13.4%	13.8%	13.7%	14.4%	15.8%
Non-GAAP diluted EPADS (US\$)	2.23	2.60	3.10	3.57	5.11	7.01

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

四、风险提示

- (1) 教培行业竞争激烈, 师资流失风险;
- (2) 疫情发展存在不确定性, 影响线下教培以及留学业务;
- (3) 全国扩张不及预期, OMO模式留存效果不及预期。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万美元						单位: 百万美元					
至 5 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 5 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3466	3756	4554	5446	6768	经营活动现金流	806	804	1223	1588	2090
现金及现金等价物	1414	915	1446	1997	2955	净利润	228	355	497	729	1028
短期投资	1669	2318	2550	2805	3086	折旧摊销	110	146	184	231	289
定期存款	109	285	285	285	285	营运资金变动	311	191	487	562	693
应收账款净额	3	4	5	7	10	其它	157	112	56	66	80
存货净额	29	31	30	35	42	投资活动现金流	-575	-1256	-763	-875	-1132
预付费用及其他流动	242	203	238	317	392	资本支出	-260	-285	-359	-439	-538
非流动资产	1180	2800	3233	3646	4231	短期投资变动净额	-67	-646	0	0	0
固定资产净额	538	678	866	1074	1323	其他	-248	-325	-404	-436	-594
长期存款	50	62	62	62	62	筹资活动现金流	267	-18	0	-163	0
递延所得税	61	63	82	107	128	现金股息	0	0	0	-163	0
无形资产净值	14	10	10	10	10	回购普通股股份	-16	-13	0	0	0
商誉	80	80	80	80	80	其他	282	-4	0	0	0
长期投资	405	431	604	785	1098	现金净增加额	431	-500	531	551	958
使用权资产	0	1425	1425	1425	1425	期初现金余额	984	1415	915	1446	1997
其他非流动资产	32	49	103	103	103	期末现金余额	1415	915	1446	1997	2955
资产总计	4647	6557	7787	9092	10999	主要财务比率					
应付账款及其他流动	611	669	680	765	837	至 5 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
应付所得税	94	101	101	127	165	成长能力					
递延收入	1301	1324	2034	2571	3237	营业收入增长	26.5%	15.6%	16.7%	36.4%	25.9%
短期融资租赁负债	0	384	384	384	384	营业利润增长	17.6%	22.4%	9.1%	72.1%	46.8%
流动负债总额	2006	2479	3199	3847	4624	归母净利润增长	17.1%	19.3%	15.6%	43.6%	37.8%
长期融资租赁负债	0	1078	1205	1205	1205	获利能力					
长期债务	96	118	118	118	118	毛利率	55.6%	55.7%	55.3%	57.4%	59.1%
总负债	2121	3687	4533	5182	5958	经营利润率	9.9%	11.1%	10.3%	13.6%	16.3%
所有者权益	2361	2737	3121	3778	4908	归母净利率	7.7%	11.6%	11.9%	12.8%	14.3%
非控股权益	164	133	133	133	133	ROE	10.1%	15.1%	15.9%	19.3%	20.9%
负债和股东权益	4647	6557	7787	9092	10999	偿债能力					
利润表						资产负债率	45.7%	56.2%	58.2%	57.0%	54.2%
单位: 百万美元						流动比率	1.73	1.52	1.42	1.42	1.46
至 5 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	速动比率	1.71	1.50	1.41	1.41	1.45
营业收入	3096	3579	4176	5695	7170	营运能力					
语言和留学考试培训	2770	3217	3863	5364	6821	总资产周转率	0.65	0.58	0.54	0.64	0.68
K12	10	9	9	8	8	应收账款周转率	859.8	864.0	856.1	896.0	819.5
教材和其他	311	348	301	323	341	存货周转率	39.8	52.6	61.1	74.3	76.4
营业成本	1376	1589	1875	2434	2943	每 ADS 指标(美元/ADS)					
毛利	1720	1992	2307	3269	4236	每 ADS 对应盈利 (美元/ADS)	2.60	3.10	3.57	5.11	7.01
销售费用	383	441	565	759	937	每 ADS 经营现金流	5.06	5.04	7.64	9.89	12.98
管理费用	964	1090	1240	1645	2028	每 ADS 净资产	14.84	17.16	19.50	23.53	30.47
股权激励	71	60	68	82	92	估值比率					
EBITDA	420	550	612	1006	1458	P/E	63.4	53.3	46.2	32.3	23.5
折旧摊销	110	146	184	231	289	P/B	11.11	9.61	8.45	7.01	5.41
土地使用权摊销	4	5	0	0	0	EV/EBITDA	60.5	46.2	41.5	25.2	17.4
经营利润	306	399	428	775	1169						
归母净利润	238	413	497	729	1028						
Non GAAP 归母净利润	414	494	571	820	1130						
Non GAAP 每 ADS 对应盈利 (美元/ADS)	2.60	3.10	3.57	5.11	7.01						

广发社会服务行业研究小组

沈 涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士。
安 鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士。
张 雨 露：资深分析师，美国杜兰大学金融学硕士。
宋 炜：资深分析师，上海交通大学金融学硕士。
高 鸿：研究助理，南加州大学硕士，2019 年加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 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北 路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyqyf@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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

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

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。