

新东方在线 (01797)

证券研究报告

2019年08月18日

东方优播 FY19 收入 0.57 亿，人次+316%进 63 城

FY2019 (2018.6.1-2019.5.31) 新东方在线总营收 9.19 亿元，同比增长 41.3%。

其中，大学总收入为 6.31 亿元(占比 68.74pct, -2.34pct)，同比增长 36.44%；K12 总收入为 1.59 亿元(占比 17.32pct, +3.78pct)，同比增长 80.8%；学前教育总收入为 0.33 亿元(占比 3.59pct, +1.9pct)，同比增长 200.00%；机构客户总收入为 0.95 亿元(占比 10.35pct, -3.34pct)，同比增长 6.74%。FY2019 新东方在线总学生 217.9 万人次，同比增长 12.3%，生均收入 421 元，同比增长 25.7%。

分业务看：

大学教育毛利率由 FY2018 的 63.5%增至 FY2019 财年 65.6%。

K12 业务 FY19 毛利为 0.16 亿元，同比减少 54.1%，毛利率则由 39.2%减少至 10.0%，其中东方优播毛利率 0.36%。主要由于随着公司升级新东方在线的 K12 课程设置及投入更多资源用于课程开发，令 2018 年夏天报读入门课程的付费学生人次增加以及教学人员成本及课程研究人员成本增加，同时因公司所有新东方在线 K12 课程及东方优播课程均通过直播方式提供而令资讯科技支持及技术成本有所增加所致。

学前教育分部的 FY19 总营收成本为 0.34 亿元，同比增加 131.4%，主要由于多纳在线课堂发展小班直播英语学习课堂所致，而此令课程研发人员成本及教材成本增加，原因是公司于该分部优化课程设置及开发新产品。

新东方在线学前教育业务的 FY19 分部毛损为 30 万元，同比减少 91.7%，而毛损率由 33.4% 下降至 0.9%，主要由于多纳学英语应用程序的毛利率增加所致。

展望未来，公司将继续推进长期增长战略，通过留住现有学生和招收新学生以增加付费学生人次。计划通过开发和完善内容来优化公司在各教育分部的产品和课程设置。继续在招聘、保持、培训和晋升优秀教学、课程研究与推广人员方面投入更多资源。为此，公司预期将建立强大的中心平台，以强化办公室自动化系统，系统地发现及培养高素质的教学人员，并确立课堂时间表及教学管理，以及透过新标志及品牌活动、丰富媒体渠道、利用以绩效为导向的精准营销综合营销资源提升营销效率。

维持盈利预测，新东方在线是中国领先的在线课外教育服务供应商，在线课外辅导及备考方面凭借优质课程及内容拥有强大的核心竞争力和极高的品牌知名度。公司致力成为终身学习伙伴，帮助学生充分发挥其潜能。公司透过不同的线上平台及手机应用程序以多种形式提供三个核心分部的课程和产品，即大学教育、K-12 教育及学前教育分部。我们预计公司 FY20-21 年收入分别为 13.9 亿、20.8 亿。

风险提示：营销成本过高，核心高管流失，K12 学员增速不及预期

投资评级

行业 消费者服务业/支援服务

6 个月评级 持有 (维持评级)

当前价格 9.98 港元

目标价格 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	936.34
港股总市值(百万港元)	9,344.63
每股净资产(港元)	1.53
资产负债率(%)	37.98
一年内最高/最低(港元)	12.08/7.56

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

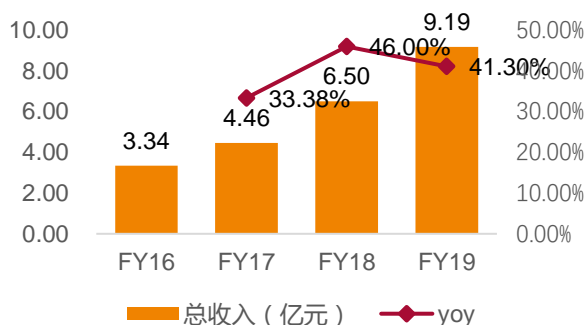
1 《新东方在线-公司深度研究:东方优播开辟成长新航道》 2019-05-18



FY2019 (2018.6.1-2019.5.31) 新东方在线总营收 9.19 亿元, 同比增长 41.3%。其中大学总收入为 6.31 亿元 (占比 68.74pct, -2.34pct), 同比增长 36.44%; K12 总收入为 1.59 亿元 (占比 17.32pct, +3.78pct), 同比增长 80.8%; 学前教育总收入为 0.33 亿元 (占比 3.59pct, +1.9pct), 同比增长 200.00%; 机构客户总收入为 0.95 亿元 (占比 10.35pct, -3.34pct), 同比增长 6.74%。

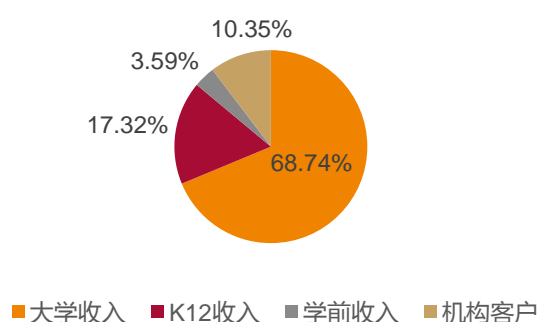
FY2019 新东方在线总学生 217.9 万人次, 同比增长 12.3%, 生均收入 421 元, 同比增长 25.7%。

图 1: FY19 新东方在线总营收 9.19 亿元, 同比增长 41.3%



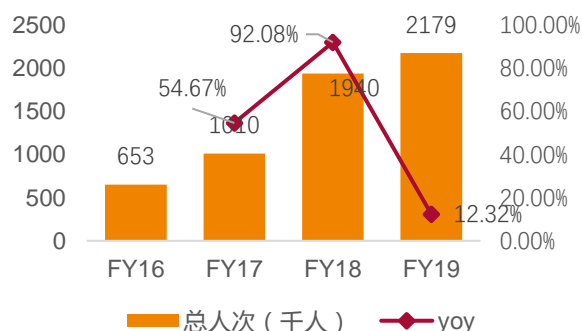
资料来源: 招股书, 公司年报, 天风证券研究所

图 2: 大学总收入为 6.31 亿元 (占比 68.74pct, -2.34pct)



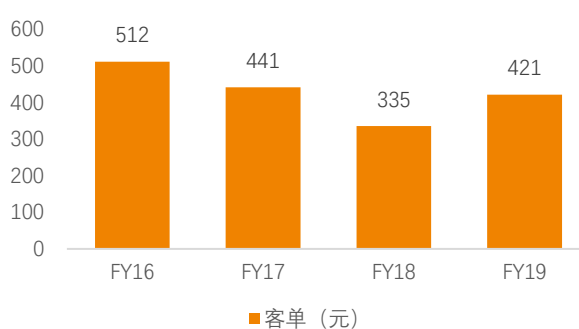
资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

图 3: FY2019 新东方在线总学生 217.9 万人次, 同比增长 12.3%



资料来源: 招股书, 公司年报, 天风证券研究所

图 4: FY2019 生均收入 421 元, 同比增长 25.7%



资料来源: 招股书, 公司年报, 天风证券研究所

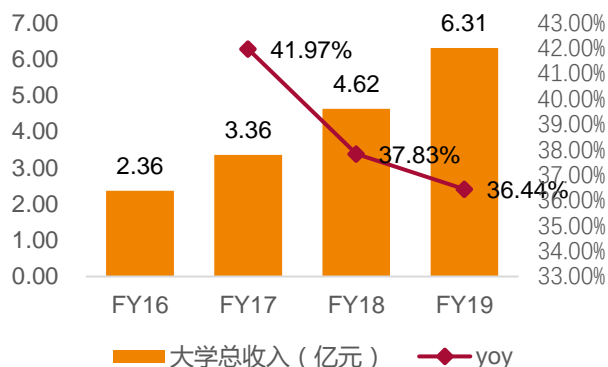
具体来看,

- 大学分部

包括大学考试备考、海外备考及英语学习课程以及其他课程, 课程主要供正准备应考统一考试或寻求提高英语能力的大学学生及在职专业人士。大学总收入为 6.31 亿元 (占比 68.74pct, -2.34pct), 同比增长 36.44%。大学分部付费学生人次 129 万人次, 同比增长 11.7%; 生均收入 715 元, 同比增长 4.84%。

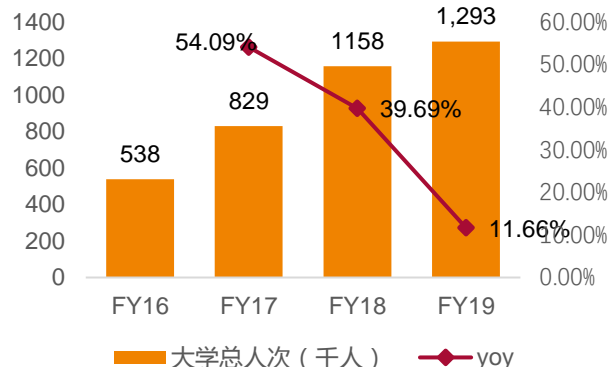
主要系大学备考总营收及海外备考总营收增加所推动，其中大学备考营收及海外备考营收同比分别增加 32.5%及 39.9%达到 3.4 亿元及 2.1 亿元；研究生入学考试课程所得营收占大学考试备考项下营收一半以上，即约 1.7 亿元以上，较上一年度增加 40.4%，主要系课程数目及每名付费学生人次的平均开支均稳定增长。

图 5：大学总收入为 6.31 亿元，同比增长 36.44%



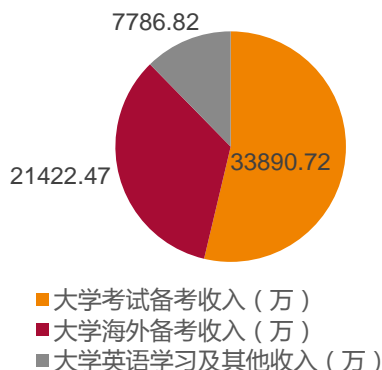
资料来源：招股书，公司年报，天风证券研究所

图 6：大学分部的付费学生人次 129 万人次，同比增长 11.7%



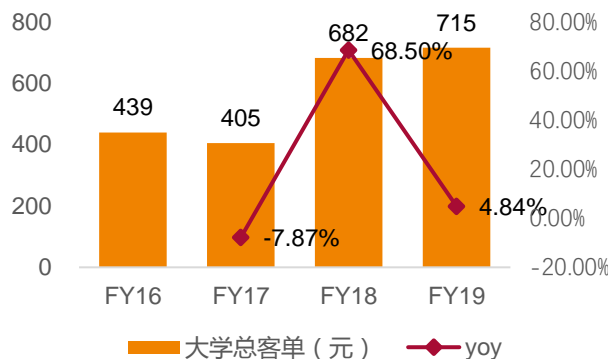
资料来源：招股书，公司年报，天风证券研究所

图 7：大学备考营收及海外备考营收同比分别增加 32.5%及 39.9%达到 3.4 亿元及 2.1 亿元



资料来源：招股书，公司年报，天风证券研究所

图 8：FY19 大学业务生均收入 715 元，同比增长 4.84%



资料来源：招股书，公司年报，天风证券研究所

● K12

新东方在线的综合 K-12 课程设置 (包括主要为 K-12 课程及地区性直播互动校外辅导课程 (「东方优播」)) 提供校外辅导课程，当中涵盖中国小学至高中的大部分标准学校学科。新东方在线亦提供专为高等学校招生全国统一考试而设的备考课程，其课程专为于中国小学至高中学校接受标准教育课程的 K12 学生精心设计。

K12 总收入为 1.59 亿元 (占比 17.32pct, +3.78pct)，同比增长 80.8%；其中东方优播 FY2019 收入 0.57 亿元。K12 业务生均收入 959 元，同比减少 3.2%。

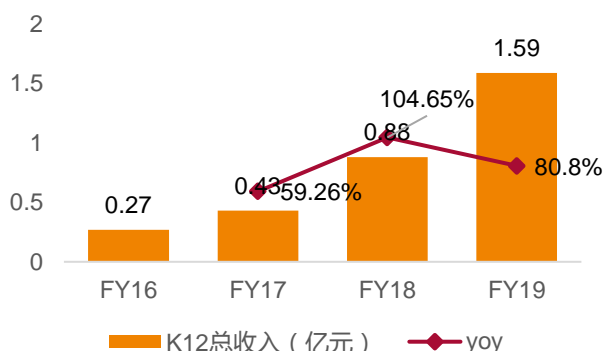
K12 分部的付费学生人次 57.2 万，同比增加 209.2%，其中新东方在线 K12 课程付费学生人次同比增加 188.3%，东方优播付费学生人次同比增加 316.1%。

2018 年夏季，公司推出修改版「双师模式」，应用于新东方在线平台的所有 K12 课程，

增强内容开发及客户服务，从而提高新学生入读。FY19 公司加速发展东方优播业务，并继续优化各城市的东方优播课程运营。截至 FY2019 东方优播已进入中国 15 个省的 63 个城市。

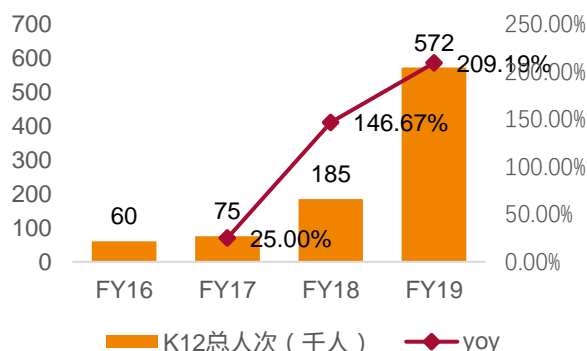
同时，公司公告，9400 万人民币收购东方优播剩余 49% 股权，收购完成后新东方在线拥有东方优播 100% 股份。东方优播 FY19 收入 0.57 亿元，毛利 0.02 亿元，净亏 0.50 亿元。

图 9：K12 总收入为 1.59 亿元（占比 17.32pct，+3.78pct），同比增长 80.8%



资料来源：招股书，公司年报，天风证券研究所

图 10：K12 整体付费学生人次同比增加 209.2%，其中东方优播付费学生人次同比增加 316.1%



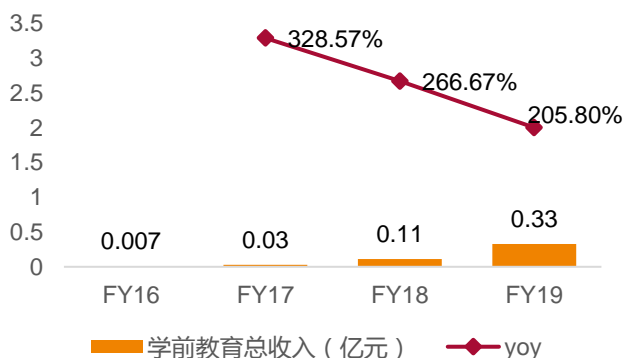
资料来源：招股书，公司年报，天风证券研究所

● 学前教育

学前教育分部提供专为三至十岁儿童而设启发心智的互动英语学习体验及其他学前教育课程。公司透过多纳 学英语应用程序及多纳 外教学堂英语直播课程提供适合儿童的在线教育内容，两者均取得大幅增长。

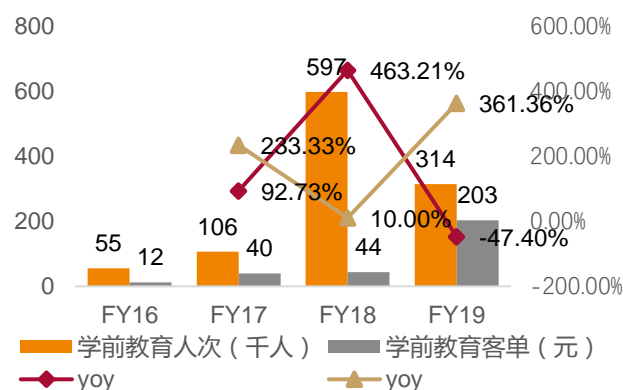
新东方在线学前教育分部 FY19 总营收为 0.33 亿元，同比增长 205.8%，主要由于优化多纳 学英语应用程序（当中生均收入由 FY18 的 16 元增至 FY19 的 98 元）及推出多纳 在线课堂短期课程（当中生均收入由 FY18 的 1006 元增至 FY19 的 1812 元）。FY19 学前总付费人次 31.4 万人次，同比减少 47.4%；生均收入 203 元，同比增长 361%。

图 11：新东方在线学前教育分部 FY19 总营收为 0.33 亿元，同比增长 205.8%



资料来源：招股书，公司年报，天风证券研究所

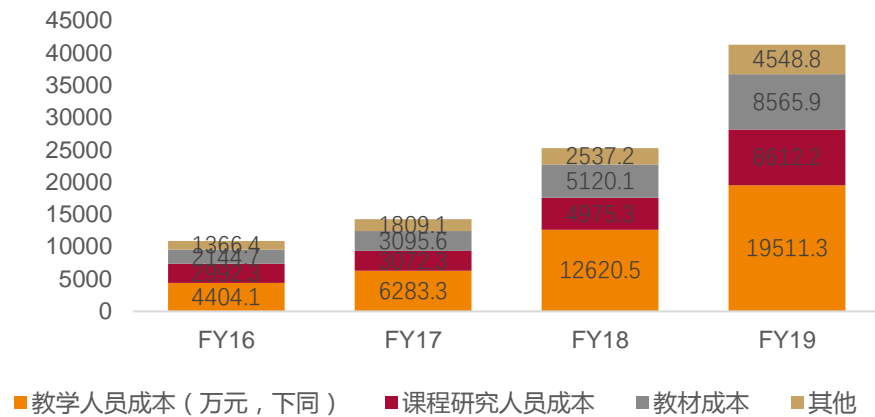
图 12：FY19 学前总付费人次 31.4 万人次，同比减少 47.4%；生均收入 203 元，同比增长 361%。



资料来源：招股书，公司年报，天风证券研究所

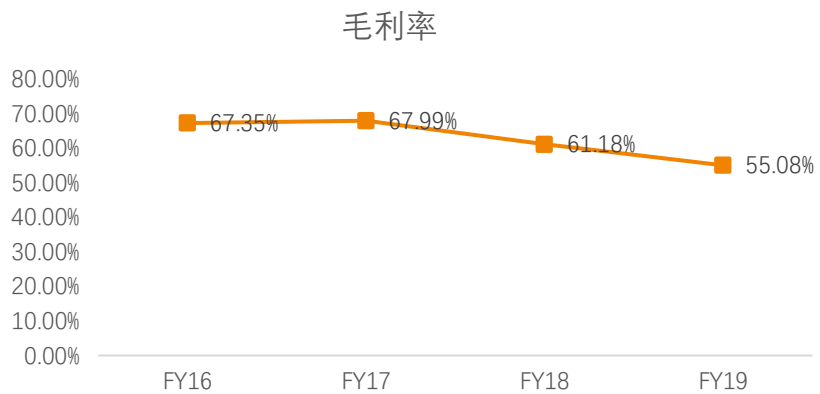
新东方在线 FY19 毛利为 5.06 亿元，同比增长 27.3%；毛利率由 FY18 的 61.2% 减少至 FY19 的 55.1%，主要由于拓展 K12 分部，主要由于随着公司投入大量资源用于提升课程质量，导致教学人员成本、课程研究人员成本及教材成本增加，分别较 FY18 增加 54.6%、73.1% 及 67.3%。

图 13：教学人员成本、课程研究人员成本及教材成本增加，分别较 FY18 增加 54.6%、73.1% 及 67.3%



资料来源：招股书，公司年报，天风证券研究所

图 14：新东方在线 FY19 毛利为 5.06 亿元，同比增长 27.3%；毛利率由 FY18 的 61.2% 减少至 FY19 的 55.1%



资料来源：招股书，公司年报，天风证券研究所

分业务看

- 大学教育

毛利率由 FY2018 的 63.5% 增至 FY2019 财年 65.6%；

- K12

FY19 毛利为 0.16 亿元，同比减少 54.1%，毛利率则由 39.2% 减少至 10.0%，其中东方优播毛利率 0.36%。主要由于随着公司升级新东方在线的 K12 课程设置及投入更多资源用

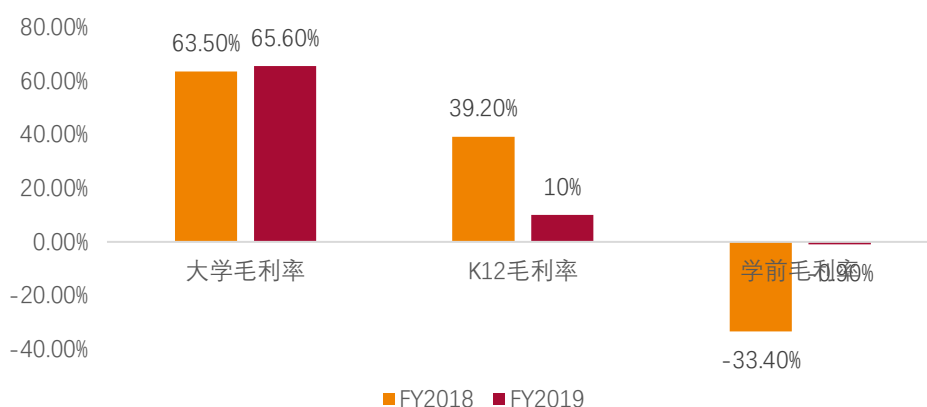
于课程开发，令 2018 年夏天报读入门课程的付费学生人次增加以及教学人员成本及课程研究人员成本增加，同时因公司所有新东方在线 K12 课程及东方优播课程均通过直播方式提供而令资讯科技支持及技术成本有所增加所致。

● 学前

学前教育分部的 FY19 总营收成本为 0.34 亿元，同比增加 131.4%，主要由于多纳在线课堂发展小班直播英语学习课堂所致，而此令课程研发人员成本及教材成本增加，原因是公司于该分部优化课程设置及开发新产品。

新东方在线学前教育业务的 FY19 分部毛损为 30 万元，同比减少 91.7%，而毛损率由 33.4% 下降至 0.9%，主要由于多纳学英语应用程序的毛利率增加所致。

图 15: 大学、K12 以及学前毛利率对比



资料来源：公司年报，天风证券研究所

FY2019 新东方在线其他收入、收益及亏损由 FY2018 财年 0.727 亿元增加 96.2%至 FY2019 的 1.427 亿元，主要由于外汇收益 0.946 亿元所致。

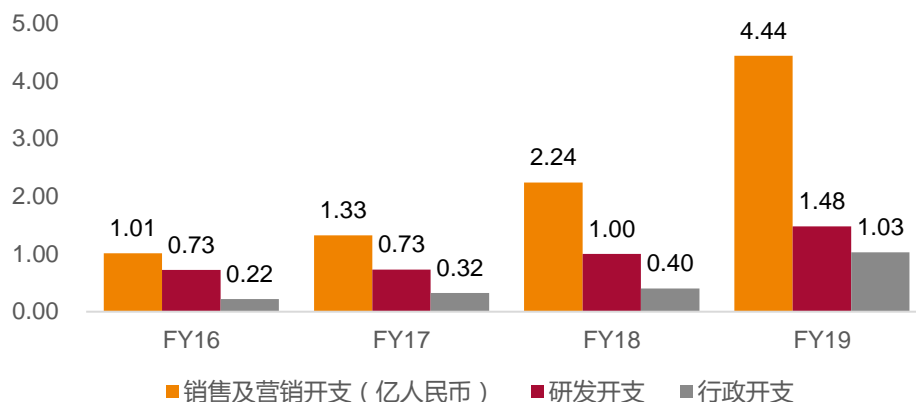
FY19 销售及营销开支为 4.44 亿元，同比增长 98.2%，销售费用率 48.37%，同比增长 13.93pct。主要由于公司继续投资推广大学课程设置及 K12 分部，导致营销开支，特别是线上媒体推广相关开支大幅增加所致。大学分部的营销开支增加，原因是公司丰富线上营销渠道，以增强在该市场的领先地位。于 K-12 分部，营销开支增加主要由于公司力图扩大市场知名度及透过线上营销活动更精准地接触目标学生。

FY19 研发开支为 1.48 亿元，同比增长 46.9%，主要由于公司的业务战略须增聘合格研发人员以支持扩张，导致员工成本增加所致。

行政开支为 1.03 亿元，同比增长 155.5%，主要由于股份酬金开支所致。

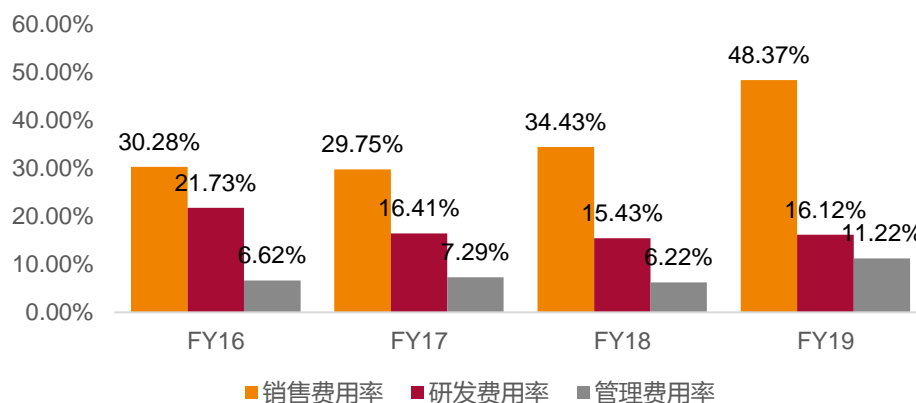
新东方在线的 FY19 年内利润为亏损 0.64 亿元，同比减少 178.2%，净利率-6.98%。

图 16: FY19 销售及营销开支为 4.44 亿元，同比增长 98.2%



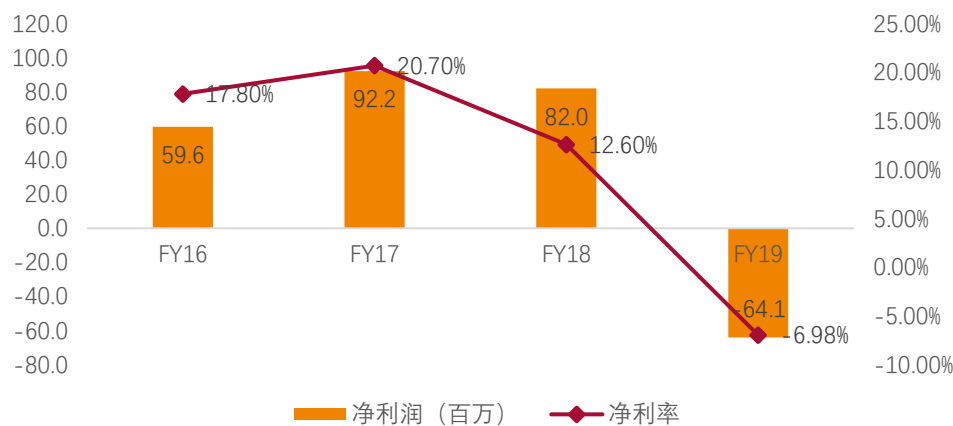
资料来源: Wind, 招股书, 公司年报, 天风证券研究所

图 17: 销售费用率 48.37%, 同比增长 13.93pct



资料来源: Wind, 招股书, 公司年报, 天风证券研究所

图 18: 新东方在线的 FY19 年内利润为亏损 0.64 亿元, 同比减少 178.2%, 净利率 -6.98%



资料来源: 招股书, 公司年报, 天风证券研究所

展望未来，公司将继续推进长期增长战略，通过留住现有学生和招收新学生以增加付费学生人次。计划通过开发和完善内容来优化公司在各教育分部的产品和课程设置。继续在招聘、保持、培训和晋升优秀教学、课程研究与推广人员方面投入更多资源。为此，公司预期将建立强大的中心平台，以强化办公室自动化系统，系统地发现及培养高素质的教学人员，并确立课堂时间表及教学管理，以及透过新标志及品牌活动、丰富媒体渠道、利用以绩效为导向的精准营销综合营销资源提升营销效率。

对于 K12 业务，公司于 2019 财年于武汉建立一个教学培训中心，以确保为东方优播持续供应优质教师。透过推出父母教室及新学生教室等更多在线功能，优化东方优播平台的用户体验。公司与翼鸥教育科技有限公司（「翼鸥」）及其他教育科技公司深入合作，以向学生提供更好的在线学习体验。2020 财年公司预期东方优播将拓展至更多城市，并将根据地方学校使用的教材进一步定制课程内容。公司计划于其他地区建立教学培训中心，以吸引更多优质教师，并提供定制培训课程。就新东方在线的 K-12 课程，公司计划同时在产品及技术发展方面投入更多资源，借此提升在线教学的效果及效率。公司亦将强化目标营销战略，以降低平均用户获取成本。

对于大学业务，公司已采取多种措施，以加强公司的市场领先地位。公司不断增加在公司最强科目英语以外的科目课程开发及增加课程组合。于 2020 财年，公司将推出更多旨在提升在线备考效率的优质课程。公司亦将探索「双师模式」，并将其定制应用于研究生入学考试备考课程。于海外备考分部，公司将继续与美国教育考试服务中心（「ETS」）等海外英语测试提供者密切合作。随着越来越多的中国学生于中国境外接受学术评核测试（「SAT」）及美国研究生入学考试（「GRE」），公司亦将优化公司的 SAT 及 GRE 备考课程以更好地满足学习需求。

维持盈利预测，新东方在线是中国领先的在线课外教育服务供应商，在在线课外辅导及备考方面凭借优质课程及内容拥有强大的核心竞争力和极高的品牌知名度。公司致力成为终身学习伙伴，帮助学生充分发挥其潜能。公司透过不同的线上平台及手机应用程序以多种形式提供三个核心分部的课程和产品，即大学教育、K-12 教育及学前教育分部。我们预计公司 FY20-21 年收入分别为 13.9 亿、20.8 亿。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com