

投资评级 优于大市 首次覆盖

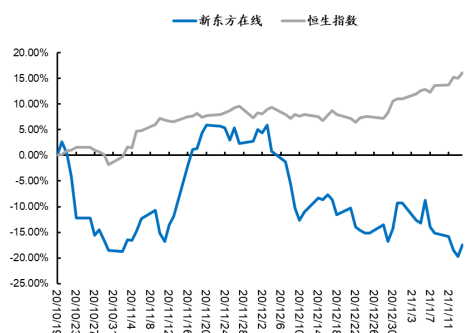
追求卓越，打破教育的边界

股票数据

01月19日收盘价(港元)	23.85
52周股价波动(港元)	21.8-43.45
总股本/流通H股(百万股)	999.68
总市值/流通市值(百万港元)	23842.30

相关研究

市场表现



恒生指数对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.39	-11.54	-22.44
相对涨幅(%)	-3.00	-19.52	-43.22

资料来源: 海通证券研究所

分析师:汪立亭

Tel:(021)23219399

Email:wanglt@htsec.com

证书:S0850511040005

分析师:许樱之

Tel:(755)82900465

Email:xyz11630@htsec.com

证书:S0850517050001

联系人:毛弘毅

Tel:(021)23219583

Email:mhy13205@htsec.com

投资要点:

- 在线教育平台领先者。**新东方在线教育平台成立于2005年,是新东方教育集团旗下的在线课外教育服务提供商。公司凭借着“技术融入教育、悉心培养下一代人才”的创立理念,在国内在线课外辅导和备考领域拥有了极高的品牌知名度。
- 行业空间及竞争格局。**①**市场规模:**弗若斯特沙利文预计中国教育市场规模在2022年达到1.79万亿元,2017-2022年CAGR达9.3%。2022年总学生人次预计增至2.7亿人,2017-2022年CAGR达2.1%。2022年平均人均开支预计增至1255元,2017-2022年CAGR达8.7%。②**市场高度分散:**根据新东方在线招股说明书,2017年前五大综合在线校外辅导及备考服务供应商的总营业收入16.12亿元,占整体市场的1.67%。
- 财务分析。**①**营业收入:**新东方在线2020FY总营业收入为10.81亿元,同比增长17.6%,2016-2020CAGR达34.09%。大学教育分部营业收入2016-2020年各为2.36亿元、3.36亿元、4.62亿元、6.31亿元和6.42亿元,占集团总营业收入比例各为70.7%、75.2%、71.1%、68.7%和59.4%。K12教育分部收入占比在逐年增加,2020年营业收入达到2.95亿元,占集团整体的27.3%,2016-2020财年CAGR达82.37%。产品层面,公司直播课占比不断提升,预录课尤其是学生端预录课占比不断下降。2018FY-2020FY,直播课的营业收入占比由2018FY的7.1%提升至2020FY的32.9%。我们判断随着公司产品由录播向直播升级,客单价有望稳步提升。②**毛利:**新东方在线2020FY的综合毛利率为45.6%,同比下降9.5个百分点。大学教育毛利率在可考察期间内相对稳定。K-12教育处于拓展爬坡期,毛利率持续下降。2020FY毛利率为-15.2%,同比下降25.2个百分点。③**期间费用:**销售费用为期间费用提升主因,研发与管理费用率略升。④**归母净利润:**2018FY-2020FY归母净利润各9137.5万元、-3977.3万元、-7.42亿元。公司预计1H21FY归母净利润为-6亿元至-7亿元。
- 盈利预测与估值。**我们认为,公司作为新东方教育科技集团旗下子公司,以东方优播为核心业务,辅以大学备考、一对一等业务,已形成了全方位的教育网络体系。公司让学生跨越时间和空间的限制,作为头部平台,有望凭借资本、流量、教学资源和品牌优势快速做大做强,享受行业红利。**我们预测公司2021-23FY收入各17亿元(+56.81%)、35亿元(+109.40%)、52亿元(+45.44%);归母净利润各-9.3亿元、-5.4亿元、-2.0亿元,对应2021-2023财年EPS分别为-0.93元、-0.54元、-0.20元。DCF估值方法:**假设永续增长率为1.5%,WACC为6.48%,根据估值模型测算公司股票合理价值32.0港元;假设永续增长率为2.0%,WACC为6.48%,测算公司股票合理价值35.4港元。**综合给予公司32.0港元-35.4港元合理价值区间,首次覆盖,给予“优于大市”评级。**
- 风险提示。**品牌认可度减少的风险,市场竞争风险,战略投资失败的风险。

主要财务数据及预测

	2019FY	2020FY	2021FYe	2022FYe	2023FYe
营业收入(百万元)	919	1081	1695	3548	5161
(+/-) YoY (%)	41.3%	17.59%	56.8%	109.4%	45.4%
净利润(百万元)	-40	-742	-931	-535	-195
(+/-) YoY (%)	-143.5%	-1766.3%	-25.5%	42.5%	63.5%
全面摊薄EPS(元)	-0.04	-0.74	-0.93	-0.54	-0.20
毛利率(%)	55.1%	45.6%	43.0%	48.2%	49.1%
净资产收益率(%)	-1.5%	-39.8%	-38.4%	-28.2%	-11.5%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 海通证券研究所
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 新东方在线：将科技融入教育，引领创新线上课堂	6
1.1 概况：在线教育平台领先者，产品涵盖多个年龄段	6
1.2 股权结构：新东方教育持股 55.2%，拥有两家子公司	8
1.3 管理团队：背景多元，经验丰富	8
2. 行业：在线教育市场前景广阔，但同质化程度高	9
2.1 中国教育市场量价齐升，2022 年市场规模预计达 1.79 万亿元	9
2.2 线上模块成为校外辅导及备考市场增长的主要驱动	9
2.3 K12 分部成为在线教育营业收入增速最高的分部	10
2.4 在线教育同质化导致市场高度分散	10
3. 财务分析：K12 分部扩张期费用提升，利润率短期承压	11
3.1 营业收入：K-12 业务高增长，直播业务占比提升	11
3.2 毛利：K-12 处于业务爬坡期，教研人员成本占比上升	16
3.3 期间费用：销售费用为期间费用提升主因，研发与管理费用率略升	19
4. 盈利预测：预计 2021-2023 财年收入各 17 亿元、35 亿元、52 亿元	23
5. 风险提示	26

图目录

图 1	公司历史沿革和业务发展.....	6
图 2	新东方在线一般界面主要功能.....	7
图 3	新东方在线应用程序界面.....	7
图 4	东方优博界面.....	7
图 5	多纳学习场景.....	7
图 6	酷学英语学习场景.....	8
图 7	总学生入学人次和平均人均开支.....	9
图 8	中国教育市场规模.....	9
图 9	校外辅导及备考总开支.....	10
图 10	校外辅导及备考线下、线上开支 (亿元).....	10
图 11	在线大学考试及备考市场市占率.....	11
图 12	新东方在线营业总收入及增速.....	12
图 13	新东方在线营业收入按客户类别分细项.....	12
图 14	付费学生人次 (万人).....	12
图 15	学生人均开支 (元).....	12
图 16	新东方在线各业务线营业收入 (百万元).....	14
图 17	新东方在线综合毛利率.....	16
图 18	新东方在线各客户类别毛利率 (%).....	16
图 19	新东方在线各项营业成本占营业收入比重 (%).....	19
图 20	新东方在线教学、开发及内容制作人员.....	19
图 21	新东方在线销售及营销费用.....	20
图 22	新东方在线销售及营销费用率.....	20
图 23	新东方在线销售及营销费用各细分项营业收入占比 (%).....	20
图 24	新东方在线销售及营销人员.....	20
图 25	新东方在线销售费用-营销开支按投放渠道拆分占比 (%).....	20
图 26	新东方在线销售费用-营销开支按目标用户拆分占比 (%).....	20
图 27	新东方在线管理费用.....	21
图 28	新东方在线管理费用率.....	21
图 29	新东方在线管理费用细项.....	22
图 30	新东方在线一般及行政人员.....	22

图 31	新东方在线研发费用.....	22
图 32	新东方在线研发费用率.....	22
图 33	新东方在线研发费用各细项(百万元).....	22
图 34	新东方在线研发队伍人数及人均研发开支.....	22
图 35	新东方在线所得税.....	23
图 36	新东方在线研发费用扣税优惠.....	23
图 37	新东方在线净利润.....	23
图 38	新东方在线归母净利率.....	23

表目录

表 1 认购交割前后前后股权比例.....	8
表 2 董事会及管理人员背景.....	8
表 3 在线教育 TOP 5 总营业收入及市占率.....	11
表 4 合约负债各细项.....	13
表 5 新东方在线各业务线营业收入增速 (%).....	14
表 6 新东方在线营业收入按业务线分各细项.....	15
表 7 新东方在线营业收入按产品分各细项.....	16
表 8 新东方在线营业收入按产品分各细项.....	17
表 9 新东方在线主要业务线毛利率.....	17
表 10 新东方在线收入预测拆分表.....	24
表 11 新东方在线损益表及预测.....	24
表 12 现金流折现模型.....	25
表 13 DCF 企业股票价值对永续增长率与 WACC 的敏感度分析 (百万元人民币).....	25
表 14 DCF 企业股票每股价格对永续增长率与 WACC 的敏感度分析 (港元).....	26
表 15 可比公司估值表 (倍, 更新至 20210118).....	26

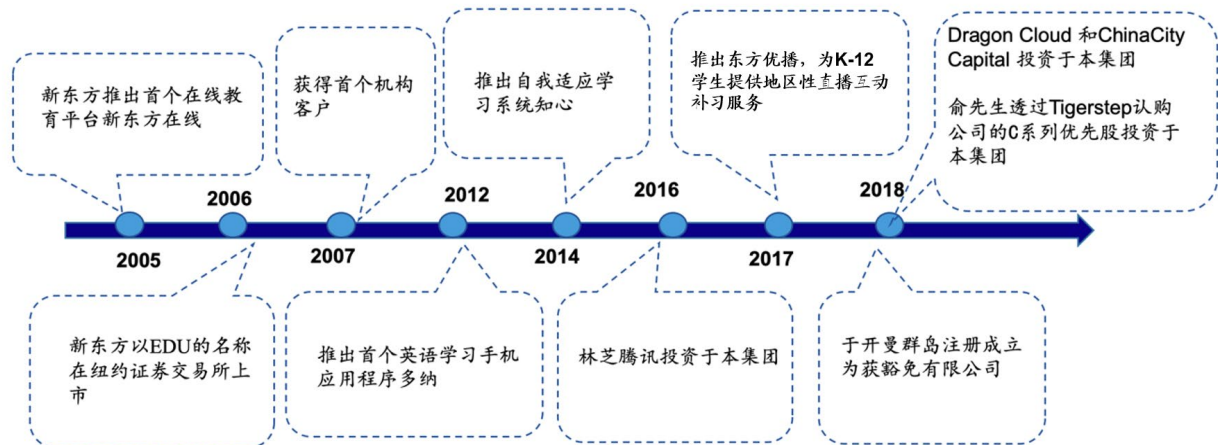
1. 新东方在线：将科技融入教育，引领创新线上课堂

1.1 概况：在线教育平台领先者，产品涵盖多个年龄段

新东方在线教育平台成立于 2005 年，是新东方教育集团旗下的在线课外教育服务提供商。公司凭借着“技术融入教育、悉心培养下一代人才”的创立理念，在国内在线课外辅导和备考领域拥有了极高的品牌知名度。公司通过不同的线上平台及手机应用程序，以多种形式成功打造了三个核心产品及课程，即大学教育、K-12 教育和学前教育。大学教育部分包括了大学考试备考、海外大学备考及英语学习课程，综合 K-12 课程部分涵盖了小学至高中的大部分标准学校学科的辅导，学前教育部分为针对三至十岁的儿童设计的互动英语学习课程及其他学前教育课程，学前教育的线上产品还包括多纳学英语应用程序及多纳外教学堂英语直播课程。公司在不断增强其最强科目英语的基础上，积极开发其他科目课程，丰富课程组合，旨在帮助不同年龄段的学生充分发挥其学习潜能。

至 2020 财年，大学教育部分业务付费学生人次达到了 94 万人，同比下降 27.1%，净营收较 2019 财年增长了约 1.6%。就 K-12 教育而言，截至 2020 年财年末，产品已进入中国 24 个省份的 172 个城市，付费学生人次达 185.6 万人次，较 2019 财年增长约 224.5%，学前教育部分付费学生人次达 5.4 万人，净营业收入较 2019 财年下降约 10.1%。

图1 公司历史沿革和业务发展

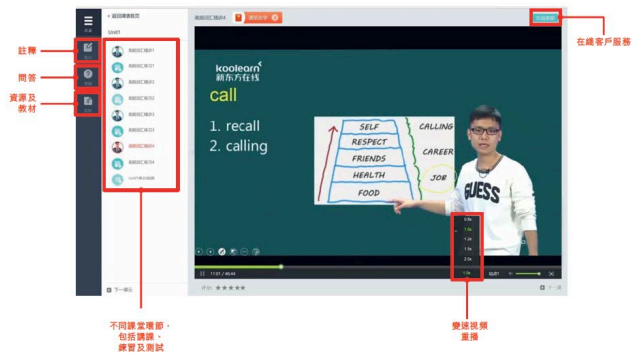


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

公司主要通过四个平台为提供服务，分别为新东方在线、东方优播、多纳及酷学英语。

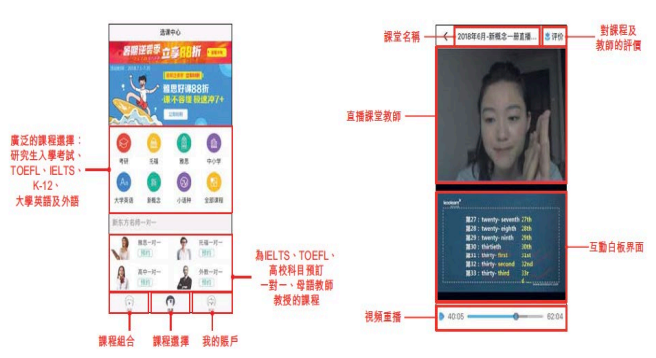
(1) 新东方在线：新东方在线于 2005 年首次推出，是中国最早的专门在线教育平台之一，是提供大部分课程及产品的主要平台。除在线课程外，新东方在线亦为用户提供增值服务，如个性化辅导及分发课程教材。iOS/安卓应用程序及 PC/Mac 客户终端提供线下视频、变速视频重播及所有平台的进度同步等其他功能。

图2 新东方在线一般界面主要功能



资料来源: 公司招股说明书、海通证券研究所

图3 新东方在线应用程序界面



资料来源: 公司招股说明书、海通证券研究所

(2) 东方优播: 东方优播地区性直播互动辅导课程透过专用网站提供, 学生及家长可在该网站上了解新东方在线的创新教育理念、浏览教师的资料以及注册及报读东方优播课程。

图4 东方优博界面



资料来源: 公司招股说明书、海通证券研究所

(3) 多纳: 多纳提供各种儿童教育产品。多纳应用程序系列于2012年首次推出, 为一款以iOS/安卓为基础的教育应用程序, 专为三至七岁儿童而设。应用程序的内容与儿童心理学专家合作设计, 根据儿童认知及学习特点量身定制。2016年首次推出多纳丛书, 涵盖儿童教育的各个重要主题, 2017年推出多纳外教学堂。

图5 多纳学习场景



资料来源: 公司招股说明书、海通证券研究所

(4) 酷学英语: 酷学英语是新东方在线专为英语学习而设的直播课程平台, 可通过多种渠道进行连接, 包括 官方网站、iOS/安卓应用程序、微信内网络应用程序、QQ、微博及其他热门社交媒体。

图6 酷学英语学习场景



资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

1.2 股权结构: 新东方教育持股 55.2%, 拥有两家子公司

自 2019 年上市后, 新东方在线已多次获得母公司及俞敏洪的增持。2020 年 4 月, 俞敏洪增持新东方在线 200 万股; 9 月, 新东方及俞敏洪以 30 港币/股的价格认购 5943.2 万股; 11 月, 新东方集团以每股均价 26.77 港元从二级市场买入 197.3 万股。12 月 24 日认购交割完成后, 经扣除认购事项附带的所有相关开支后, 所得款项净额估计约为 17.81 亿港元, 折合人民币 14.875 亿元 (1 港元=0.8352 人民币), 控股股东新东方集团持股 55.20%, 实控人俞敏洪直接、间接持股 58.10%。

表 1 认购交割前后前后股权比例

	认购新股前股权		认购新股后股权	
	持股数量 (百万)	持股比例 (%)	持股数量 (百万)	持股比例 (%)
实际控制人俞敏洪	521.34	55.45	580.77	58.10
其他股东	418.91	44.55	418.91	41.90

资料来源: 新东方在线 2020 年 12 月 24 日认购交割公告, 海通证券研究所

新东方在线旗下全资和控股的子公司有两家, 分别是酷学慧思和东方优播。

酷学慧思是新东方在线全资子公司, 成立于 2013 年 2 月, 主要负责《多纳数理思维课程》智能玩教具的市场拓展及销售, 以及教育科技相关的系统集成项目。东方优播是新东方在线控股的子公司, 持股 51%。东方优播成立于 2016 年 6 月, 负责中小学阶段的在线课堂服务等在线教育产品在三四线城市的研发及运营。

1.3 管理团队: 背景多元, 经验丰富

公司拥有一支专业且富有经验的管理团队。管理团队大部分拥有互联网, 教育行业从业及管理经验, 可引领新东方在线成长为在线教育领域的标杆企业。

表 2 董事会及管理人员背景

姓名	年龄	职位	负责业务	加盟时间	背景
孙东旭	34 岁	执行董事、联席行政总裁	负责整体管理及战略规划	2019 年 8 月	曾就读于中国南开大学主修计算机科学与技术, 曾任西安新东方学校的校长, 新东方西北区域区域总裁。现任北京讯程的联席行政总裁, 以及新东方中国副总裁。
孙畅	51 岁	执行董事、联席行政总裁	业务管理及向董事会提供意见及判断	2019 年 2 月	曾就读于中国人民大学获工商管理硕士学位, 曾任中国联通投资部总经理及微软的营销经理。现任新东方中国副总裁, 亦担任北京讯程、酷学慧思、天津酷学东方网络科技有限公司、东方优播、讯程香港、德信东方的董事联席行政总裁。

尹强	45岁	执行董事、财务总监		2018年5月	曾就读于北京大学并获工商管理硕士学位。尹先生2001年取得中国注册会计师。曾任罗兵咸永道会计师事务所高级会计师。现任新东方中国的财务总监以及副总裁
俞敏洪	57岁	非执行董事、主席		2018年5月	曾就读于北京大学并获英语学士学位。新东方的创办人。兼任北京讯程及经保留新东方集团的若干公司的主席兼董事。
吴强	46岁	非执行董事	负责业务管理及财务管理	2018年11月	曾在中国科学自动化研究所获得工程学硕士学位。新东方中国现任副总裁，曾担任北京新东方学校的校长，新东方中国的研发总监，以及北京明日东方科技有限公司的总裁。
梁育华	36岁	非执行董事		2018年7月	曾在美国宾夕法尼亚大学沃顿商学院获得经济学学士学位。现任腾讯附属公司娱乐互动香港有限公司的战略发展部副总经理，及北京讯程的董事。曾担任高盛(亚洲)的投资研究部执行董事。
池宇峰	48岁	独立非执行董事		2019年3月	曾就读于清华大学并获得化学学士学位，同时获得中欧国际工商学院工商管理学院工商管理硕士学位。现任完美世界股份有限公司创办人兼董事会主席。
董瑞豹	48岁	独立非执行董事	负责财务管理	2019年3月	曾就读于美国威斯康星州大学麦迪逊分校会计学及计算机科学学士学位。拥有美国注册会计师协会以及特许金融分析师资格证。现任网易董事，执行董事，及联席营运总监。
邝伟信	53岁	独立非执行董事	负责整体管理及战略规划	2019年3月	曾就读于英国剑桥大学获文学学士学位。英格兰及威尔士特许会计师公会会员。现任中国金属资源利用有限公司执行董事，及顺风国家清洁能源有限公司，千百度国际控股有限公司，中国服饰控股有限公司，及中国新高教集团有限公司的独立非执行董事。

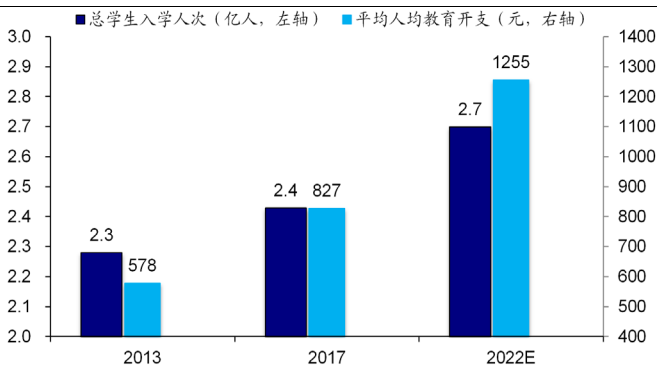
资料来源：公司2019财年年报，海通证券研究所

2. 行业：在线教育市场前景广阔，但同质化程度高

2.1 中国教育市场量价齐升，2022年市场规模预计达1.79万亿元

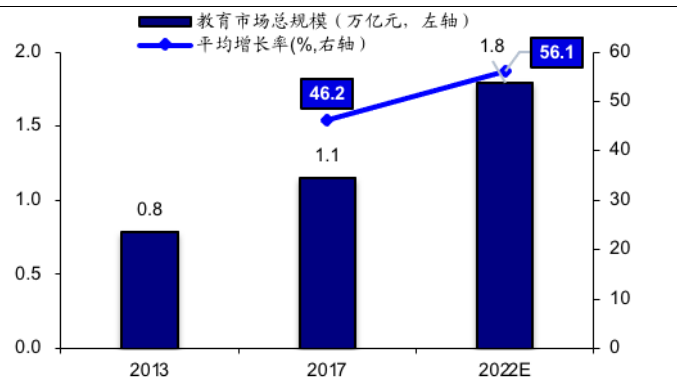
教育市场规模：弗若斯特沙利文预计中国教育市场规模在2022年将达到1.79万亿元，2017-2022年CAGR预计达9.3%。根据公司招股说明书援引弗若斯特沙利文报告，中国教育市场规模从2013年的0.8亿元增加至2017年的人民币1.1万亿元，并预期进一步增至2022年的人民币1.79万亿元，2017-2022年复合年增长率为9.3%。**总学生入学人次：**根据招股说明书援引弗若斯特沙利文报告，中国的总学生入学人次从2013年的2.28亿人增加至2017年的2.43亿人，并预期进一步增至2022年的2.70亿人，2017-2022年CAGR达2.1%。**平均人均开支：**中国教育市场平均人均开支从2013年的578元增至2017年的827元，并预计进一步增至2022年的1255元，2017-2022年CAGR达8.7%。

图7 总学生入学人次和平均人均开支



资料来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文，海通证券研究所

图8 中国教育市场规模



资料来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文，海通证券研究所

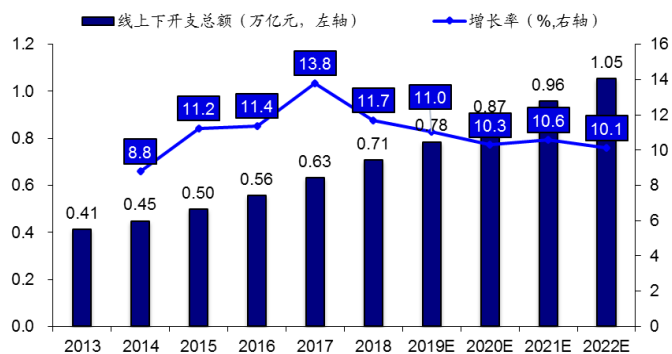
2.2 线上模块成为校外辅导及备考市场增长的主要驱动

线上模块拉升校外辅导及备考市场整体发展，线下模块后劲不足。根据弗若斯特沙利文报告，中国在校外辅导及备考方面的总开支由2013年的4123亿元增加至2017年的6325亿元，2013-2017年CAGR达11.3%，预计2022年将进一步增加至1.05万亿元，2017-2022E年CAGR将达10.7%。其中2013年居民的线上开支仅为819亿元，到2017年增至2033亿元，2013-2017年CAGR高达25.5%，相比整体校外辅导及备考市场2013-2017年CAGR高出14.2pct，预计到2022年，线上开支将高达5862亿元，首次超过线下开支。再看线下，2013年、2017年线下开支各为3304亿元、4292亿元，占整体比例各为80.14%、67.86%，

2013-2017 年 CAGR 达 6.8%，预计至 2022 年线下开支将缓慢增长至 4675 亿元，占整体比例为 44.37%，2017-2022E 年 CAGR 进一步放缓，大幅下滑 5.1pct 至 1.7%。

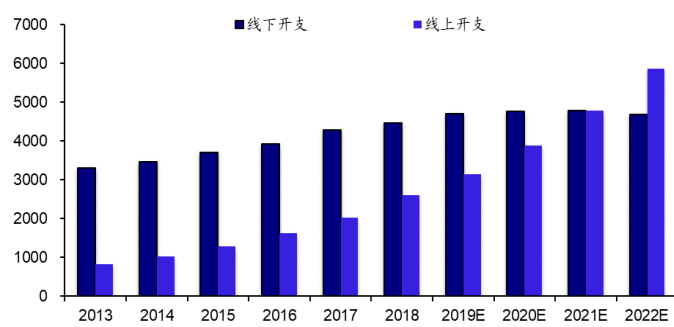
根据新东方在线招股说明书，公司**线下模块增长受阻**的原因是（1）教育资源分配不均。一线城市集中了全国最好的教学资源，低线城市难以接触。优秀教师缺乏下沉到低线城市的动力；（2）现场上课存在困难。将学生集中到教室上课，不仅路上花费时间，而且会引发安全问题；（3）缺乏为个人而设的辅导。集中形式的授课无法因材施教，教师个人精力有限，而一对一的辅导项目大多数家庭无法承担其费用。

图9 校外辅导及备考总开支



资料来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文，海通证券研究所

图10 校外辅导及备考线下、线上开支 (亿元)



资料来源：公司招股说明书，弗若斯特沙利文，海通证券研究所

2.3 K12 分部成为在线教育营业收入增速最高的分部

K12 教育分部营业收入从 2013 年至 2017 年 4 年间翻了 2.59 倍，成为在线教育增速最快的分部。根据弗若斯特沙利文报告，K12 分部在 2013 年、2017 年的营业收入分别为 61 亿元、219 亿元，2013-2017 年 CAGR 达 37.7%，**预计到 2022 年将进一步增至 790 亿元**，远超学前教育（59 亿元）、大学考试备考（90 亿元）和海外教育考试（61 亿元），**届时将成为在线教育市场（不包括职业教育和语言教育）营业收入最大的分部。**

在线校外辅导及备考市场的增长驱动因素如下：（1）**居民在教育方面消费的意愿不断提高。**主要是由于中国经济的快速发展，人均可支配收入增加。家长愿意为子女购买优质的教育服务，成年人也不断寻求在线课程来提高自身竞争力。这 2 个方面都推动了在线教育的需求。中国校外辅导及备考的付费学生人次由 2013 年的 8050 万人增长到 2017 年的 1.56 亿人，2013-2017 年 CAGR 达 17.9%。根据弗若斯特沙利文，该趋势将会持续，**2022 年付费学生人次有望进一步增加至 2.83 亿人，2017-2022E 年 CAGR 将达 12.6%。**（2）**居民需求定制程度更高的教育内容及服务。**传统教学的一刀切模式已经不适应现代学生的发展，越来越多的学生愿意为更好的学习成果支付更高的价格。此外，人工智能以及大数据的发展使得课程设计更加精准高效。（3）**传统补习机构进军在线市场，教育行业技术发展。**传统机构利用自身的经营优势，与在线教育平台加紧合作，进一步推动在线教育市场增长。（4）**利好政府政策。**2018 年政府颁布《教育信息化 2.0》，坚定支持信息时代在线教育的发展。计划生育政策在逐渐放宽，根据弗若斯特沙利文报告，中国五岁以下人口的百分比预期将由 2015 年的 7.1% 上升至 2020 年的 7.8%，在线教育市场的潜在客户基础扩大。（5）**在线教育拥有资金支持。**中国在线教育市场发展迅速，不少投资公司纷纷寻找优质标的，大量资本涌入，强大的资金力量推动了技术的研发及市场的增长。

2.4 在线教育同质化导致市场高度分散

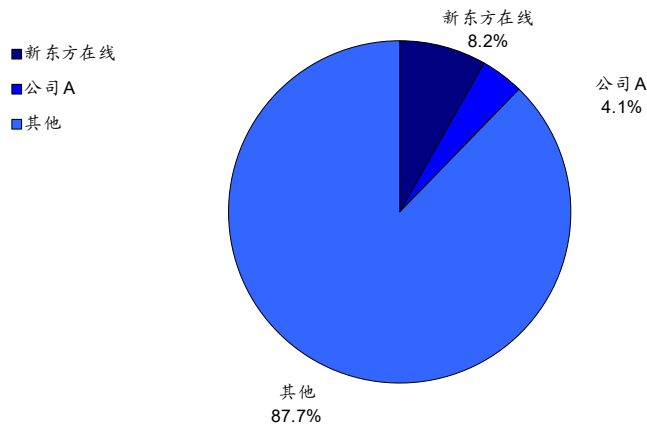
头部教育机构按营业收入计的市占率差距不大，市场高度分散，但新东方在线在大学考试备考市场优势明显。根据新东方在线招股说明书，2017 年（自然年）前五大综合在线校外辅导及备考服务供应商的总营业收入为 16.12 亿元，占整体市场的 1.67%。其中新东方在线集团营业收入 6.04 亿元，位列第一，但与第二名 5.55 亿元差距不大。

表 3 在线教育 TOP 5 总营业收入及市占率

	2017 年总营业收入 (亿元)	以总营业收入计的市占率 (%)
新东方在线	6.04	0.63
公司 A	5.55	0.58
公司 B	3.18	0.33
公司 C	0.71	0.07
公司 D	0.64	0.07
其他	942.6	98.32

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所，表中 2017 年为自然年，新东方在线营业收入数据为未经审计数据

公司在大学考试备考市场的市占率是第二名的 2 倍。根据公司招股说明书，2017 年公司的在线大学考试备考的营业收入为 2.38 亿元，市占率为 8.2%，第二名的市占率仅为 4.1%。

图 11 在线大学考试及备考市场市占率


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

3. 财务分析：K12 分部扩张期费用提升，利润率短期承压

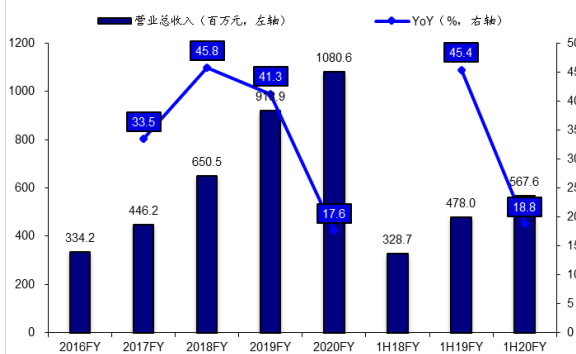
从可追溯公告期间看，新东方在线的发展重点由稳定盈利的大学教育、录播课逐渐转向高增长的 K-12 教育、直播课，目前后者从发展的萌芽期进入成长期，盈利能力和市场空间都尚未达到稳定，与近期积极的销售费用投入相结合，在为公司带来营业收入高速增长的同时，也使得短期的整体盈利能力大幅下降，净利转亏。

3.1 营业收入：K-12 业务高增长，直播业务占比提升

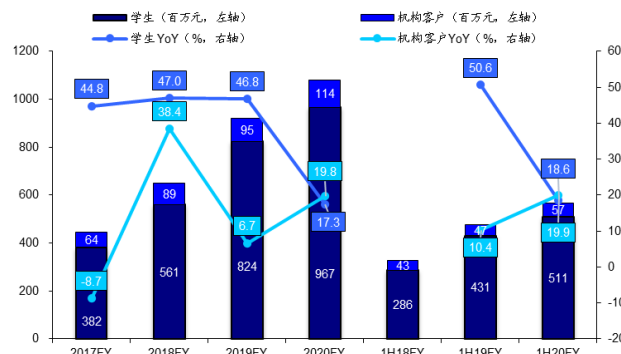
学生端收入：公司自学生收取营业收入的主要形式为学费，一般须提前支付，课程主要包括直播及录播课，服务主要包括个人化辅导及一对一口语练习环节。**机构客户端收入：**机构客户营业收入主要形式为（1）服务费；（2）销售产品的收入分成，根据公司招股说明书，公司于往绩记录期间与一家领先的电信公司合作开展业务，其透过第三方服务供应商向其用户提供多纳品牌下的内容。于往绩记录期间，公司并无作为任何其他客户的代理；（3）业务许可费。

机构客户端收入：公司的机构客户主要包括（1）教育机构、图书馆及公营机构，接受公司提供的课程模块和辅助服务；（2）电信运营商及在线视频串流服务商，向公司支付许可费以获公司教育内容（特别是课程视频）播放授权；（3）出版社、玩具公司、办公及家居产品制造商、幼儿园及学前教育服务供货商，接受公司授出的知识产权。

新东方在线 2020FY 总营业收入为 10.8 亿元，同比增长 17.6%，2016-2020 财年 CAGR 达 34.09%，增长主要由占大头且增速较快的学生客户贡献。

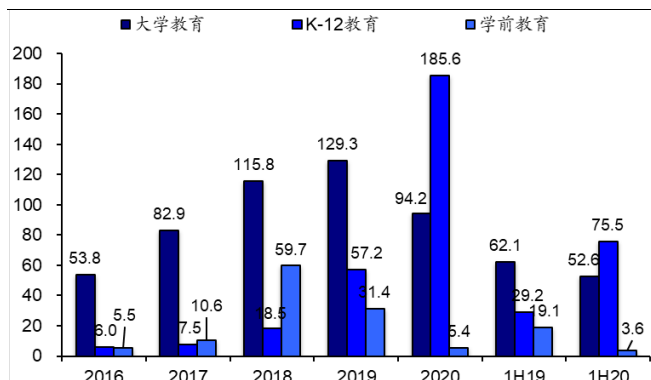
图12 新东方在线营业总收入及增速


资料来源：公司招股说明书，2020 年度业绩公告、海通证券研究所

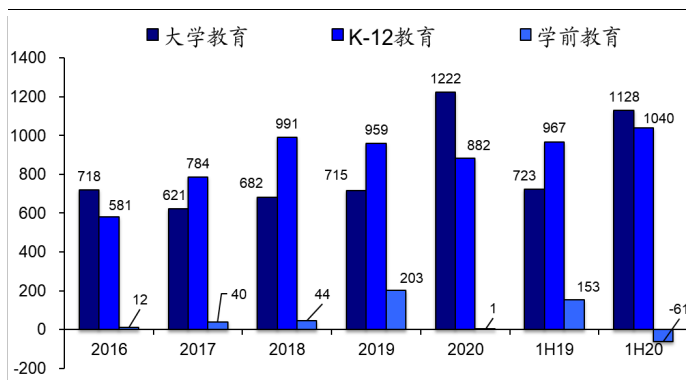
图13 新东方在线营业收入按客户类别细分项


资料来源：公司招股说明书及 2020 年度业绩公告、海通证券研究所

公司 2020 财年付费学生人次为 285 万人次，同比增长 30.89%。其中**大学分部** 2020 财年同比下降 27.15%。**K-12 分部** 付费人次同比大增 224.48%，得益于公司对 K12 业务的高速扩张。具体而言，新东方在线的 K12 课程付费人次同比增加 269.4%，而东方优播同比增加 184.2%。于 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 K-12 课程，增强内容开发及客户服务，从而提高新学生入读。于 2020 年 5 月 31 日，东方优播已进入中国 24 个省的 172 个城市。2020 财年，**学前教育分部** 付费人次同比下降 82.8%，原因是公司调整多纳外教学堂英语直播课程的产品线并专注于多纳应用程序的整合及优化，导致报告期间付费学生人次减少，此外生均开支同样下降明显，降幅高达 99.51%。

图14 付费学生人次 (万人)


资料来源：公司招股说明书、2020 年度业绩公告、海通证券研究所

图15 学生人均开支 (元)


资料来源：公司招股说明书、2020 年度业绩公告、海通证券研究所

1H20 报告期内，公司已在各业务分部重组一系列产品，于修改完成后，公司大学分部将专注于国内大学备考及海外备考，K-12 分部将专注于双师课程和东方优播小班业务以满足来自不同城市及地区学生的不同需求，而学前分部则将专注于优化多纳英语 APP 中的一系列教育内容。2020 年度报告中，公司已重组部分业务线并缩减此等业务线的范围以专注于主要产品种类及业务子分部。

合约负债：合约负债指公司向已收取代价（或到期收取代价）的客户转让商品或服务的责任。公司通常要求学生于注册及参加课程前预先支付款项，也要求许多机构客户预先支付款项或于服务期开始时支付款项，此时尚未确认全部或部分相应的收益，便形成合约负债。

就学生端收入确认而言，学费收入列为递延收益（及合约负债）并于课程期间摊销。其中：（1）就拥有到期日、有效期的课程而言，学费总营业收入乃自生效日至到期日期间或有效期内按比例确认；（2）就直播课程而言，学费总营业收入乃于各定期直播课程完成时按比例确认。就机构客户端收入确认而言：（1）固定费用服务的总营业收入，公司根据合约期限以直线法确认，合约期限一般为 1-3 年；（2）对于其他服务总营业收入，公司根据实际完成比例定期确认；（3）对于授出许可的总营业收入及应占收入，公司根据实际销量确认，或根据有关合约规定以其他方式定期确认；（4）对于销

售产品的分成, 公司自客户赚取预定比例金额的款项。

披露的合约负债项目细项中, 预期于一年内确认为收入细项对次年营业收入具有前瞻指引价值。公司在招股说明书及上市后的年报、半年报中披露了每期末预期在此后一年内会确认为收入的合约负债金额, 占比达到合约负债总金额的 90-95%; 从公司招股说明书可用于对比的历史数据上看, 公司所能对比检查的所有披露期间内, 前年预计一年内确认的合约负债与次年实际确认为收入的金额较为吻合。在上市后, 1H20FY 未披露当期实际确认为收入的合约负债金额, 无法比照, 而 2019FY、2020FY 披露确认为收入的合约负债金额与招股说明书披露于 2018FY、2019FY 末预计一年内确认的合约负债金额相符。从金额上推算, 可通过前一年披露的合约负债推算的营业收入占到次年实际营业收入的 30-35%, 其中学生端可推算 29-32%, 机构客户端可推算 45-65%, 机构客户可推算占比波动较大, 故该分部合约负债对此年营业收入的预测准确度较差。2019FY, 公司预期于一年内确认的合约负债同比增长 16.7%, 其中学生端预期增长 11.4%, 机构客户端预期增长 47.4%; 1H20FY, 公司预期于一年内确认的合约负债同比增长 9.2%, 其中学生端预期增长 12.4%, 机构客户端预期下降 4.2%; 2020FY, 公司预期于一年内确认的合约负债同比增长 10.8%, 其中学生端预期增长 24%, 机构客户端预期降低 46.5%。

表 4 合约负债各细项

合约负债	金额 (百万元) / 占比 (%)							YoY (%) / (pct)			
	2016FY	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY	1H19FY	1H20FY	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY
学生-预期一年内确认	113.8	163.9	263.9	293.9	364.4	264.9	297.7	44.0	61.0	11.4	24
学生-预期一年后确认	5.7	8.3	11.8	27.9	13.6	19	22.5	44.1	43.5	135.4	-51.4
学生小计	119.6	172.2	275.8	321.8	378	283.9	320.2	44.0	60.2	16.7	17.5
机构-预期一年内确认	42.3	40.8	46	67.9	36.3	63.6	61	-3.6	12.9	47.4	-46.5
机构-预期一年后确认	10.3	12.2	11.6	11.2	5.8	5.5	7.5	18.3	-4.9	-3.1	-48.3
机构小计	52.6	53	57.6	79.1	42.1	69.2	68.4	0.7	8.8	37.2	-46.8
预期一年内确认小计	156.1	204.7	310	361.8	400.7	328.5	358.6	31.1	51.4	16.7	10.8
预期一年后确认小计	16	20.5	23.4	39.1	19.4	24.5	30	27.5	14.6	66.8	-50.5
合约负债总计	172.2	225.2	333.4	400.9	420.1	353.1	388.6	30.8	48.1	20.2	4.8
学生占比	69.4	76.5	82.7	80.3	90	80.4	82.4	10.1	8.2	-3.0	12.1
预期一年内确认占比	90.7	90.9	93	90.2	95.4	93.1	92.3	0.3	2.3	-2.9	5.7
营业收入金额											
学生端	263.7	381.9	561.5	824	966.8	430.8	511.1	44.8	47.0	46.8	17.3
机构客户端	70.5	64.	89.	94.9	113.7	47.2	56.6	-8.7	38.4	6.7	19.8
营业收入总计	334.2	446.2	650.5	918.9	1080.6	478	567.6	33.5	45.8	41.3	17.6
合约负债与营业收入对比											
前年学生-预期一年确认/ 学生营业收入	-	29.8	29.2	32	30.4	-	29.3	-	-2.0	9.7	-5.1
前年机构-预期一年内确认/ 机构营业收入	-	65.8	45.8	48.5	59.7	-	61	-	-30.3	5.9	23.0
前年预期一年内确认小计/ 营业收入合计	-	35	31.5	33.7	33.5	-	32.6	-	-10.1	7.2	0.7

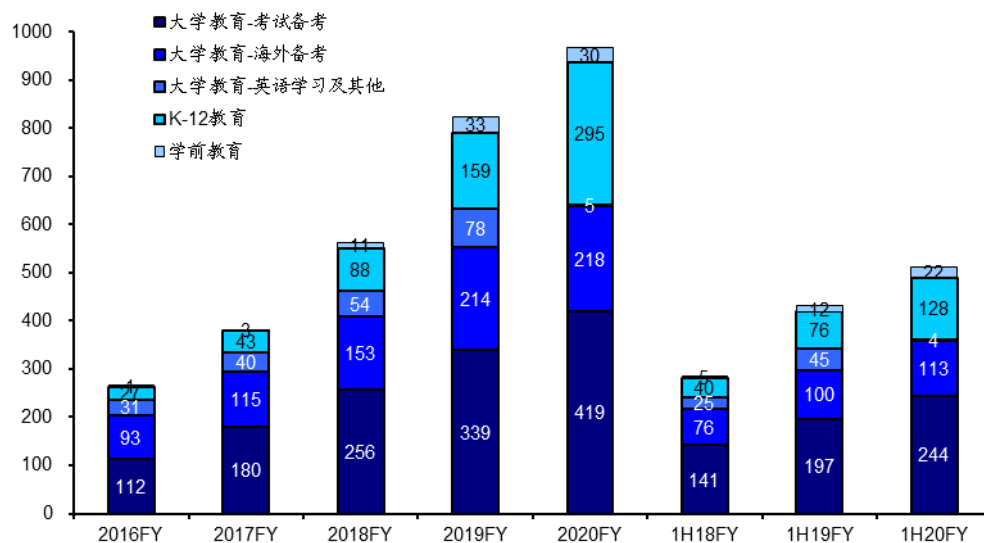
资料来源: 公司招股说明书及 2019FY 年报, 1H20FY 中报, 2020 年度业绩公告, 海通证券研究所

(1) 分业务线: 大学备考为营业收入主力, K-12 分部持续贡献增长

大学教育中英语学习及其他业务线的增速较快, 但基数较小, 考试备考与海外备考基数较大, 增速趋稳。K-12 教育与学前教育营业收入增速较快, 2017FY-2020FY 同比增速多数维持在 70% 以上, 截至 2020FY 末两者营业收入比重分别为 27.3% 与 2.8%,

后者基数及占比较小，对整体营业收入拉动效果较为有限。

图16 新东方在线各业务线营业收入（百万元）



资料来源：公司招股说明书，2020 年度业绩公告、海通证券研究所

表 5 新东方在线各业务线营业收入增速（%）

	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY	1H19FY	1H20FY
大学教育-考试备考	60.1	42.2	32.5	23.7	39.5	23.7
大学教育-海外备考	24.5	32.9	39.9	1.6	32.3	12.9
大学教育-英语及其他	28.6	32.4	46.1	-93.9	83.5	-90.3
大学教育	42.0	37.8	36.5	1.6	41.7	5.5
K-12	61.0	105.0	80.8	85.4	91.5	69.4
学前	375.8	219.7	205.8	-10.1	166	72.8
合计	44.8	47.0	46.8	17.3	50.6	18.6

资料来源：公司招股说明书，2020 年度业绩公告、海通证券研究所

大学教育分部增速主要由考试备考贡献，其中考研业务后期每人次开支持续增长，对应营业收入持续贡献增长。大学-考试备考课程主要包括国家研究生入学考试及 CET 4/6 课程，大学-海外备考课程主要包括 TOEFL、IELTS、SAT、ACT、GRE 及 GMAT 等海外统一考试的在线备考课程，大学-英语学习及其他课程包括新概念英语课程、与外籍教师的一对一口语练习环节、BEC 课程、各类专业资格及其他外语课程。（1）2017FY-2018FY 主要由考试备考业务贡献，原因为公司不断努力扩大课程组合和改进国家研究生入学考试备考课程，学生入学人次增加；（2）2019FY 考试备考增速有所下滑，低于大学教育整体增速，但考试备考中占营业收入一半以上的研究生入学考试课程同比增长 40.4%，原因是该分部课程数目及每名付费学生人次的平均开支均增长；（3）2020FY，考试备考与海外备考贡献了主要增速，主要原因为公司优化调整大学教育的产品线，将业务重心聚焦在国内考试和国外考试业务，在调整了部分英语学习类产品的同时，将部分具有较强市场需求的英语学习类产品（如新概念英语）保留并入国内考试产品线。倘若剔除产品线重组的影响，大学备考增幅为 9.0%。占大学备考业务线总营收一半以上的研究生入学考试课程同比增长 9.8%。

K-12 教育分部增长主线为东方优播，于 2019FY 开始广泛获得市场认可和增加正式课程，期间穿插私播课与新东方在线 K-12 课程的增长。（1）2017FY，公司扩大东方优播及私播课课程的 K-12 课程设置，生均消费上升；（2）2018FY，公司迅速拓展东方优播及私播课课程设置，付费学生人次大幅增加；（3）2019FY，随着东方优播模式开始获得广泛市场认可，公司在继续扩大东方优播的布局的同时亦逐渐增加正式课程数目，并优化新东方在线的 K-12 课程；（4）2020FY，公司持续优化各城市东方优播课程运营，新东方在线的 K-12 课程业务进展稳定。

学前教育分部下,多纳学英语应用程序持续优化,变现能力迅速提升。(1)2017FY,公司为安卓平台推出多纳应用程序,同时多纳外教学堂从免费产品成功转换为付费产品;(2)2018FY,此分部的付费学生人次由2017FY的10.6万大幅增加至59.7万;(3)2019FY公司优化多纳学英语应用程序(当中每名付费学生的平均开支由2018FY的16元增至98元),并推出多纳在线课堂短期课程(当中每名付费学生平均开支由2018FY的1006元增至1812元),尽管付费学生人次减少,但总营业收入大幅增加;(4)2020FY,公司持续优化多纳学英语应用程序(当中正式课程的每名付费学生的平均开支由2019FY的105元增至161元),并终止多纳在线课堂的直播英语课程。

机构客户分部 2018-2020FY 保持营业收入正增长,且增速并无显著的下降趋势。2017FY 营业收入同比下降 8.7%,主要原因为营改增导致公司向机构客户提供的价格普遍下跌,以及公司终止若干服务供应。

表 6 新东方在线营业收入按业务线分各细项

营业收入	营业收入(百万元)/占比(%)								YoY(%) /同比增长(pct)			
	2016FY	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY	1H18FY	1H19FY	1H20FY	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY
大学教育	236.3	335.5	462.5	631.4	641.7	241.8	342.7	361.4	42.0	37.8	36.5	1.6
大学-考试备考	112.4	179.9	255.8	338.9	419.2	141.3	197.0	243.7	60.1	42.2	32.5	23.7
大学-海外备考	92.5	115.2	153.1	214.2	217.7	75.9	100.4	113.3	24.5	32.9	39.9	1.6
大学-英语学习及其他	31.5	40.4	53.6	78.3	4.8	24.7	45.3	4.4	28.6	32.4	46.1	-93.9
K-12 教育	26.7	43.0	88.1	159.2	295.1	39.5	75.6	128.2	61.0	105.0	80.8	85.4
学前教育	0.7	3.4	10.9	33.4	30.0	4.7	12.4	21.5	375.8	219.7	205.8	-10.1
学生端小计	263.7	381.9	561.5	824.0	966.8	286.0	430.8	511.1	44.8	47.0	46.8	17.3
机构客户	70.5	64.3	89	94.9	113.7	42.8	47.2	56.6	-8.7	38.4	6.7	19.8
合计	334.2	446.2	650.5	919.0	1080.6	328.7	478.0	567.6	33.5	45.8	41.3	17.6
占学生端营业收入比												
大学教育占比	70.7	75.2	71.1	68.7	59.4	73.5	71.7	63.7	4.5	-4.1	-2.4	-9.3
大学-考试备考	33.6	40.3	39.3	36.9	38.8	43.0	41.2	42.9	6.7	-1.0	-2.4	1.9
大学-海外备考	27.7	25.8	23.5	23.3	20.1	23.1	21.0	20.0	-1.9	-2.3	-0.2	-3.2
大学-英语学习及其他	9.4	9.1	8.2	8.5	0.4	7.5	9.5	0.8	-0.3	-0.8	0.3	-8.1
K-12 教育占比	8.0	9.6	13.5	17.3	27.3	12	15.8	22.6	1.6	3.9	3.8	10.0
学前教育占比	0.2	0.8	1.7	3.6	2.8	1.4	2.6	3.8	0.6	0.9	2.0	-0.9
学生占比	78.9	85.6	86.3	89.7	89.5	87.0	90.1	90.0	6.7	0.7	3.4	-0.2
机构客户占比	21.1	14.4	13.7	10.3	10.5	13.0	9.9	10.0	-6.7	-0.7	-3.4	0.2

资料来源:公司招股说明书及2019FY年报,1H20FY中报,2020年度业绩公告,海通证券研究所

(2) 分产品线:直播课占比不断提升,预录课占比不断下降

直播课占比不断提升,预录课尤其是学生端预录课占比不断下降。2018-2020FY,直播课的营业收入占比增速基本保持在50%以上,营业收入占比由2018FY的7.1%提升25.8个百分点至2020FY的32.9%,由1H18FY的5.8%提升18.8个百分点至1H20FY的24.7%;与之对应,预录课增速持续低于总营业收入增速,营业收入占比由2018FY的87.8%下降26.5个百分点至2020FY的61.3%,由1H18FY的88.8%下降19.3个百分点至1H20FY的69.5%;预录课中,学生端预录课营业收入占比由2018FY的75.9%下降25.1个百分点至2020FY的50.8%,由1H18FY的77.4%下降17.9个百分点至1H20FY的59.5%。

表 7 新东方在线营业收入按产品分各细项

营业收入	营业收入 (百万元) / 占比 (%)							YoY (%) / 同比增长 (pct)				
	2016FY	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY	1H19FY	1H20FY	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY	1H20FY
学生-在线预录课程	229.6	343.1	493.6	577.3	548.6	347.3	337.7	49.4	43.9	16.9	6.1	-2.8
机构-在线预录教育套餐	64.7	60.3	77.7	85.7	113.7	38.5	56.6	-6.8	28.8	10.3	32.7	46.9
预录课小计	294.2	403.4	571.3	663.0	662.4	385.8	394.2	37.1	41.6	16.0	9.9	2.2
学生-在线直播课程	21.3	27.4	46.5	228.5	355.2	74.2	140.0	28.9	69.5	391.6	55.4	88.6
销售在线测试套餐	12.9	10.0	15.4	14.4	16.9	6.6	15.3	-22.2	53.5	-6.4	17.0	130.8
其他	5.8	5.4	17.2	13.0	46.2	11.4	18.1	-7.1	221.4	-24.7	-36.8	59.4
合计	334.2	446.2	650.5	918.9	1080.6	478.0	567.6	33.5	45.8	41.3	17.6	18.8
占学生端营业收入比												
学生-在线预录课程	68.7	76.9	75.9	62.8	50.8	72.7	59.5	8.2	-1.0	-13.1	-5.5	-13.2
机构-在线预录教育套餐	19.4	13.5	11.9	9.3	10.5	8.1	10.0	-5.8	-1.6	-2.6	1.2	1.9
预录课小计	88.0	90.4	87.8	72.1	61.3	80.7	69.5	2.4	-2.6	-15.7	-4.3	-11.3
学生-在线直播课程	6.4	6.1	7.1	24.9	32.9	15.5	24.7	-0.2	1.0	17.7	8.0	9.1
销售在线测试套餐	3.9	2.3	2.4	1.6	1.6	1.4	2.7	-1.6	0.1	-0.8	0.0	1.3
其他	1.7	1.2	2.6	1.4	4.3	2.4	3.2	-0.5	1.4	-1.2	-3.7	0.8

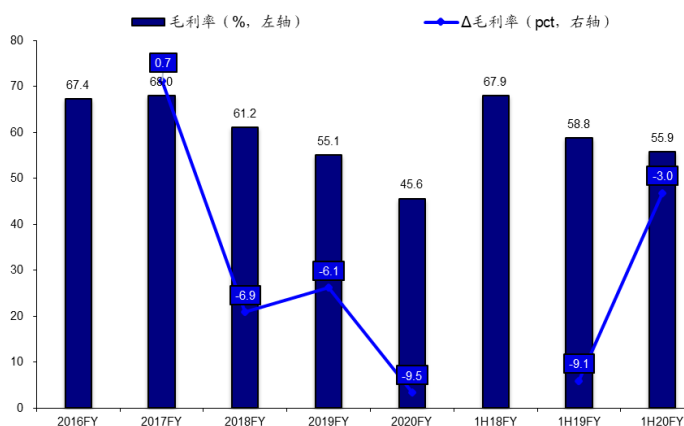
资料来源: 公司招股说明书及 2019FY 年报, 1H20FY 中报, 2020 年度业绩公告, 海通证券研究所

3.2 毛利: K-12 处于业务爬坡期, 教研人员成本占比上升

新东方在线的营业成本包括: (1) 教学人员成本, 主要包括向全职及兼职教师提供的补偿, 包括薪金、佣金、津贴及福利; (2) 课程研究人员成本, 主要包括就内容开发向雇员支付的薪金、津贴及福利; (3) 教材成本, 主要包括于教学及辅导中所用材料的成本, 以及为使用 ETS 的材料及软件而向其支付的许可费; (4) 信息科技支持及技术成本, 主要指宽带成本; (5) 平台交易成本, 指向第三方在线支付平台支付的交易费及其他费用; (6) 其他成本, 主要指工作室制作成本。

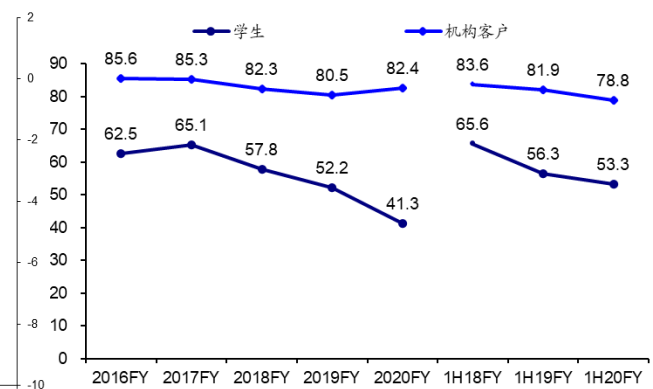
新东方在线 2020FY 的综合毛利率为 45.6%, 同比下降 9.5 个百分点。分客户类别看, 机构客户端的毛利率持续下降, 但下降幅度较小; 学生端的毛利率自 2018FY 开始持续下降, 2019FY 同比下降 5.6 个百分点至 52.2%, 2020FY 同比下降 10.9 个百分点至 41.3%。

图 17 新东方在线综合毛利率



资料来源: 公司招股说明书, 2020 年度业绩公告, 海通证券研究所

图 18 新东方在线各客户类别毛利率 (%)



资料来源: 公司招股说明书, 2020 年度业绩公告, 海通证券研究所

(1) 分业务线: K-12 业务毛利率下滑明显拖累综合毛利率

从毛利占比上看, 学生端业务毛利贡献持续上升, 大学教育是占毛利大头且占比持续提升的绝对强势业务。学生端 2020FY 毛利贡献为 81.0%, 相较 2016FY 上升 7.8 个百分点, 与之对应的是机构客户毛利贡献的下降。学生端细分项中: (1) 大学教育 2020FY

毛利贡献为 88.3%，相较 2016FY 提升 21.6 个百分点，是占毛利大头且占比持续提升的绝对强势业务；（2）K-12 教育毛利占比于 2016FY-2018 小幅上升，但 2019FY 同比下降 5.6 个百分点至 3.1%，2020FY 同比下降 12.2 个百分点至 -9.1%。主要原因为投入爬坡与市场扩张导致的毛利率下降盖过了其营业收入的高增长；（3）学前教育毛损程度减小乃至 2020FY 扭亏，但占比仍较小。

表 8 新东方在线营业收入按产品分各细项

毛利率	毛利率 (%) / 占比 (%)								同比增长 (pct) / 同比增长 (pct)			
	2016FY	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY	1H18FY	1H19FY	1H20FY	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY
学生	62.5	65.1	57.8	52.2	41.3	65.6	56.3	53.3	2.6	-7.3	-5.6	-10.9
大学教育	63.5	66.8	63.5	65.6	67.9	70.4	68.0	68.5	3.3	-3.3	2.1	2.2
K-12 教育	62.1	59.0	39.2	10.0	-15.2	43.3	16.0	12.8	-3.1	-19.8	-29.3	-25.2
学前教育	-263.2	-21.8	-33.4	-0.9	28.3	3.0	-21.6	40.6	241.4	-11.5	32.4	29.2
机构客户	85.6	85.3	82.3	80.5	82.4	83.6	81.9	78.8	-0.3	3.0	-1.8	1.9
综合毛利率	67.4	68.0	61.2	55.1	45.6	67.9	58.8	55.9	0.7	-6.9	-6.1	-9.5
毛利占比												
学生	73.2	81.9	81.6	84.9	81.0	84.0	86.3	85.9	8.7	-0.3	3.3	-3.9
大学教育	66.7	73.8	73.8	81.8	88.3	76.3	82.9	78.0	7.1	0.0	8.0	6.5
K-12 教育	7.4	8.3	8.7	3.1	-9.1	7.7	4.3	5.2	1.0	0.3	-5.5	-12.2
学前教育	-0.8	-0.2	-0.9	-0.1	1.7	0.1	-1.0	2.8	0.6	-0.7	0.9	1.8
机构客户	26.8	18.1	18.4	15.1	19.0	16.0	13.7	14.1	-8.7	0.3	-3.3	3.9

资料来源：公司招股说明书及 2020 年度业绩公告、1H20FY 中报，海通证券研究所

大学教育毛利率在可考察期间内相对稳定。2020FY 毛利率为 67.9%，同比上升 2.3 个百分点；2018FY 出现下滑，主要原因为公司当期：a. 持续吸引优质新教师及为现有教师增加佣金费用，导致教学人员成本增加；b. 向内容开发投入更多资源、改善课程服务以提供更优质教材，导致课程研究人员成本及教材成本增加；

表 9 新东方在线主要业务线毛利率

	2016FY	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY	1H18FY	1H19FY	1H20FY
大学教育	63.5	66.8	63.5	65.6	67.9	70.4	68.0	68.5
K-12 教育	62.1	59.0	39.2	10.0	-15.2	43.3	16.0	12.8
学前教育	-263.2	-21.8	-33.4	-0.9	28.3	3.0	-21.6	40.6
机构客户	85.6	85.3	82.3	80.5	82.4	83.6	81.9	78.8

资料来源：公司招股说明书，2020 年度业绩公告，海通证券研究所

K-12 教育处于拓展爬坡期，毛利率持续下降。2020FY 毛利率为 -15.2%，同比下降 25.2 个百分点，较 2016FY 下降 77.3 个百分点；1H20FY 毛利率为 12.8%，同比下降 3.2 个百分点，较 1H18FY 下降 30.5 个百分点。虽然 K-12 教育业务营业收入占比较小，但营业收入增速较高，营业收入占比提升迅速，且毛利下滑幅度较大，对综合毛利率及学生端毛利造成影响较大。其各期下降的主要原因为：

a. 2017FY，公司为建立品牌认知度及提高市场份额而增加私播课、东方优播直播课的开发投资。东方优播于 2016 年 6 月开始运营，通过提供免费及低价课以吸引学生及提高品牌市场知名度，而随之产生的费用水平与正常价格课程相同；

b. 2018FY，公司在大量 K-12 课程采用“双师模式”，并扩展东方优播课程及私播课课程。公司于东方优播的投资增加、为 K-12 产品成立专责营运团队所致并作出庞大投资以吸引教师及开发新课程内容及教材；

c. 2019FY，新东方在线的 K-12 课程增加，东方优播拓展至更多地区，公司继续投放大量前期投资以吸引教师及设计优质课程。2018 年夏天报读入门课程的付费学生人次

增加,教学、课研人员成本增加。同时,公司所有新东方在线的K-12课程及东方优播课程均通过直播方式提供,IT支持及技术成本上升。

d. 2020FY,新东方在线的K-12课程设置持续提升,东方优播拓展至更多地区,公司仍须在吸引教师及设计优质课程方面作出重大前期投资。教学人员成本及课程研究人员成本增加,此外,所有新东方在线的K-12课程及东方优播课程均需通过直播方式提供,资讯科技支持及技术成本增加明显。

学前教育尚处发展早期,截至2019FY尚未实现年度正毛利,但2020FY毛利率已达到28.3%,同期经营重点聚焦于多纳应用程序。其各期变动的主要原因为:

a. 2017FY,多纳尚处早期发展阶段,公司为制作及开发内容以及建立品牌作出重大投资,但毛损率由263.2%减少至21.8%,主要由于多纳外教学堂于2016年3月开始产生营业收入,以及多纳应用程序产生的营业收入自2017年1月起开始大幅增加;

b. 2018FY,学前分部仍然处于业务发展的起步阶段,毛损率由21.8%增加至33.4%,主要原因为公司为挽留及进一步扩大学生基础而推出多纳外教学堂系列,并投放大量资源为课程聘请合格外籍教师,同时为多纳应用程序进行内容开发工作;

c. 2019FY,随着多纳学英语应用程序的毛利率增加,学前分部毛损率由33.4%降至0.9%。期间,该分部优化课程设置、开发新产品,多纳在线课堂发展小班直播英语课;

d. 2020FY,由于多纳学英语应用程序的分部利润增加及调整多纳在线课堂课程,学前部分毛利率由2019财年的-0.9%上升至2020财年的28.3%。在此期间,公司减少该分部的直播英语学习课程,并加强开发多纳学英语应用程序。

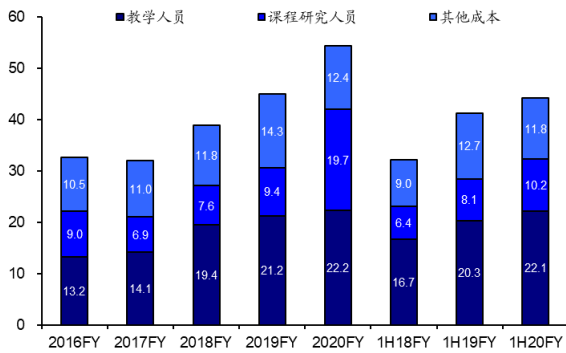
机构客户毛利率持续下降但降幅较小,2020年取得小幅回升。下降的主要原因包括:2017FY终止若干服务供应;2018FY公司向第三方购买更多教育资源,以开发专为机构客户而设的教育内容;1H19FY于在线视频串流产品开发及互动电视服务供货商的投资增加。

(2) 营业成本: 教研人员成本占比逐年提升

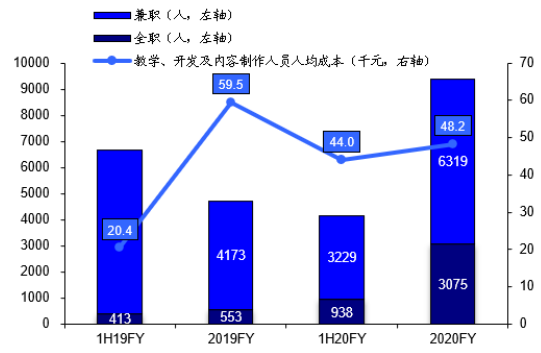
在公司营业成本细分项中,主要项目有:(1)教学人员成本,主要包括向全职及兼职教师提供的补偿,包括薪金、佣金、津贴及福利;(2)课程研究人员成本,主要包括就内容开发向雇员支付的薪金、津贴及福利;另有其他成本项目包括:(1)教材成本,主要包括教学及辅导中所用材料的成本,及为使用ETS的材料及软件而向其支付的许可费;(2)信息科技支持及技术成本,主要指宽带成本;(3)平台交易成本指向第三方在线支付平台支付的交易费及其他费用;(4)其他成本主要指工作室制作成本。

从各项营业成本细拆来看,教学及课研人员成本的增加是近期毛利下降的主要原因,且占营业收入比重保持增长趋势。2019FY的教学人员成本占营业收入比重为21.2%,同比上升1.8个百分点;课程研究人员成本占比为9.4%,同比上升1.8个百分点;其他成本占比为14.3%,同比上升2.5个百分点。2020FY的教学人员成本占营业收入比重为22.2%,同比上升1个百分点;课程研究人员成本占比为19.7%,同比上升10.3个百分点;其他成本占比为12.4%,同比下降1.9个百分点。

公司负责教学、开发及内容制作的员工整体呈现出全职人数上升,兼职人数上升,总体人数上升,人均成本下降的趋势。2020FY全职员工为3075人,同比增加456.06%;兼职员工为6319人,同比上升51.43%;总人数为9394人,同比上升98.77%;教学、开发及内容制作人员人均成本为4.82万元,同比下降18.97%。

图19 新东方在线各项营业成本占营业收入比重 (%)


资料来源：公司招股说明书，2020 年度业绩公告，海通证券研究所

图20 新东方在线教学、开发及内容制作人员


资料来源：公司招股说明书，2020 年度业绩公告，海通证券研究所

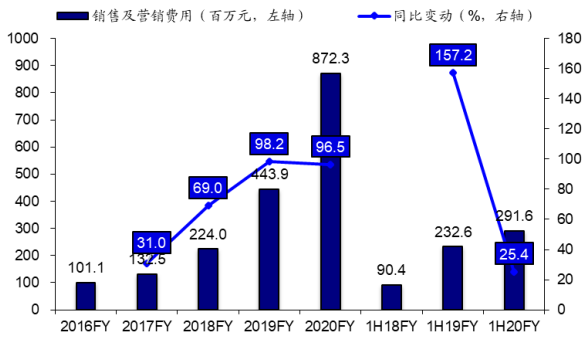
新东方在线计划通过建立教师培训中心降低教学人员供应成本。为维持合理的教学成本，有效控制主要经营成本及开支，公司在招股说明书中提出计划进一步强化内部能力，系统地发现及培养高素质教学人员，确保以合理的成本提供可持续的教学人员供应，例如拟在拥有众多知名大学的城市（例如武汉及西安）为 K-12 教师建立教师培训中心，作为区域中心营运，力求以较低成本招聘及培训合格候选人。公司将于中心安排驻场招聘人员，负责与当地大学接洽、组织供学生参与的招聘活动及举办现场培训课程。公司认为经营有关培训中心可提升教师的归属感，同时可减少在北京外招聘及培训教师的相关成本，预期于 2019 年启动程序，并将花费约人民币 1500 万元主要用于租赁物业、购买设备、招聘当地员工及制作培训材料，其中 1000 万元来源于全球发售所得款项净额。

新东方在线计划投入建设在线教师培训学院以向所有教学人员提供深入培训。公司于 2018 年 3 月启动在线教师培训学院，主要用作培训大学教育分部的教师。公司计划加强及扩大在线教师培训学院计划，以向所有教学人员提供深入培训。培训学院将由线上及线下课程组成，并专注于培训及发展教授大学教育分部在线课程所必须的技巧，如课程开发、教学技巧、演说技巧、客户服务、透过新媒体建立个人品牌等方面的能力。公司预期此项战略的资金来源主要为 IPO 所得款项，计划将其中约 2.1 亿港元用作委聘更多合资格教师、约 2.1 亿港元用作提高教学人员的整体薪酬，约 5000 万港元用于改善培训系统。公司亦计划就此项战略分配 IPO 前投资所得款项的约 5000 万港元。

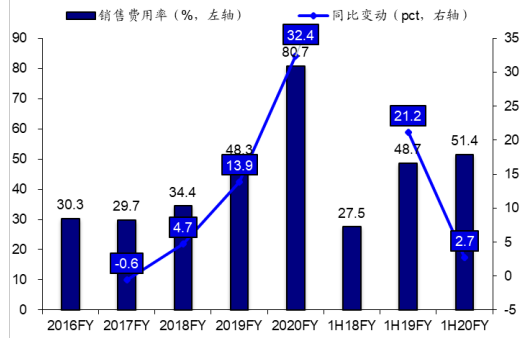
3.3 期间费用：销售费用为期间费用提升主因，研发与管理费用率略升

(1) 销售及营销费用：公司的销售与营销费用具体可分为：（1）营销开支，主要指委聘搜索引擎、门户网站、论坛及社交媒体平台所花费的推广开支，以及主题活动等营销活动的开支；（2）员工成本，主要指向销售及营销人员支付的薪资、奖金、津贴及福利；（3）营运及其他开支，指日常运营开支以及与办公场所租赁、员工差旅、咨询以及折旧相关的成本。

销售与营销费用不断上升，增速不断上升但 1H20FY 首现下降。新东方在线销售及营销费用在 2017FY-2020FY 持续上升，且增速不断提高，2019FY 的销售及营销费用为 4.44 亿元，同比上升 98.2%，销售费用率为 48.3%，同比上升 13.9 个百分点。1H20FY 相较 1H19FY 同比增长 25.4%，相比去年同期的 157.2% 有所下降。2020FY 的销售及营销费用为 8.723 亿元，同比上升 96.5%，销售费用率为 80.7%。历次费用率增长的主要原因为（1）2017FY，公司扩大在线推广渠道与销售及营销团队；（2）2018FY，公司透过在线广告加强推广，并为相应增聘雇员及提高薪酬水平；（3）2019FY，公司于大学分部丰富线上营销渠道，如新媒体、互联网公司合作、名人推广，以增强公司在该市场的领先地位；于 K-12 分部与学前分部增加营销开支以扩大市场知名度，并透过增加新媒体广告投放及于主要促销期间（尤其暑假期间）为 K-12 产品促销进行精准营销；（4）1H20FY，公司不断增强专业营销团队及扩充业务，尤其是东方优播课程。（5）2020FY，继续斥资推广课程设置，导致营销开支及员工成本，特别是线上媒体推广相关的开支大幅增加

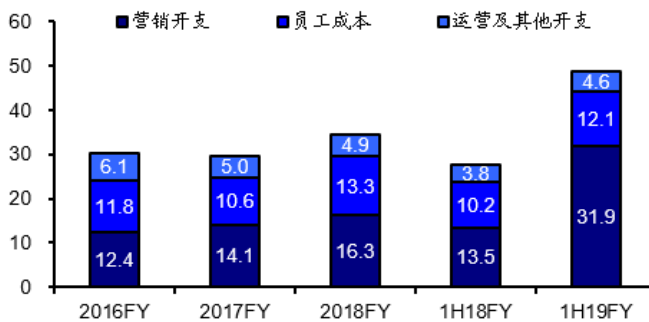
图21 新东方在线销售及营销费用


资料来源: 公司招股说明书, 2020 年度业绩公告, 海通证券研究所

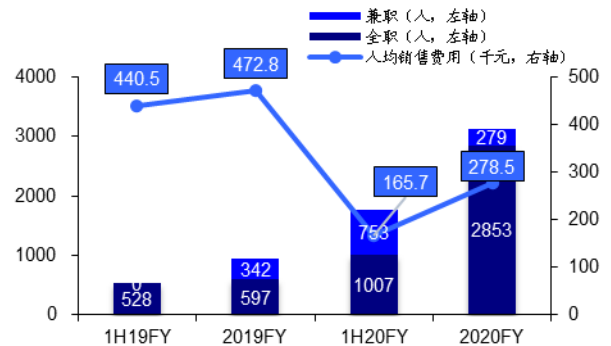
图22 新东方在线销售及营销费用率


资料来源: 公司招股说明书, 2020 年度业绩公告, 海通证券研究所

从销售及营销费用细项拆分看, 销售费用率的上升主要由营销开支的上升推动。2016FY-1H19FY, 营销开支占营业收入比重由 12.4% 提升至 31.9%; 销售及营销人员数量于 1H20FY 大幅上升, 人均销售及营销费用较 1H19FY 大幅下降。

图23 新东方在线销售及营销费用各细分项营业收入占比 (%)


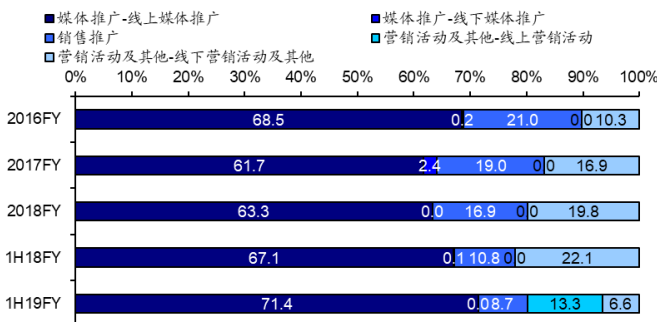
资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

图24 新东方在线销售及营销人员


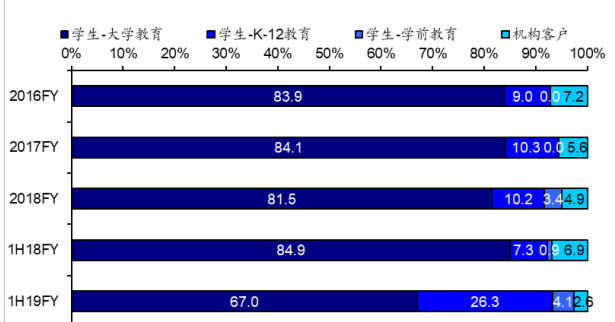
资料来源: 公司招股说明书, 2020 年度业绩公告, 海通证券研究所

营销开支的投放渠道以媒体推广、线上为主。媒体推广占比于 2016FY-2018FY 持续下降但 1H19FY 又再次上升至 71.4%, 其中线下推广仅占小部分; 销售推广的占比持续下降; 营销活动及其他的占比自 2016FY 的 10.3% 提升至 1H19FY 的 19.9%, 且自 1H19FY 开始披露了线下投放的金额, 1H19FY 的线上线下载比例大约为 2: 1。

营销开支的投放目标以大学教育客户为主, K-12 学生占比不断提升。2018FY 以大学教育客户为投放目标的费用占营销开支比重为 81.5%, 自 2016FY 以来持续下降, 于 1H19FY 进一步降至 67.0%; 1H19FY 以 K-12 教育客户为投放目标的费用比重为 26.3%, 接近 2016FY 的三倍; 以机构客户及学前教育客户为目标的费用占比较低。

图25 新东方在线销售费用-营销开支按投放渠道拆分占比 (%)


资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

图26 新东方在线销售费用-营销开支按目标用户拆分占比 (%)


资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

新东方在线 IPO 所得款项净额的约 10%, 即 1.57 亿港元, 将用于继续改善及实施销售及营销活动, 以扩大公司的学生基础及提高学生参与。其中, 公司计划将约 9000 万港元用于线上营销活动、约 3000 万港元用于线下营销活动, 以及余下 3000 万港元用

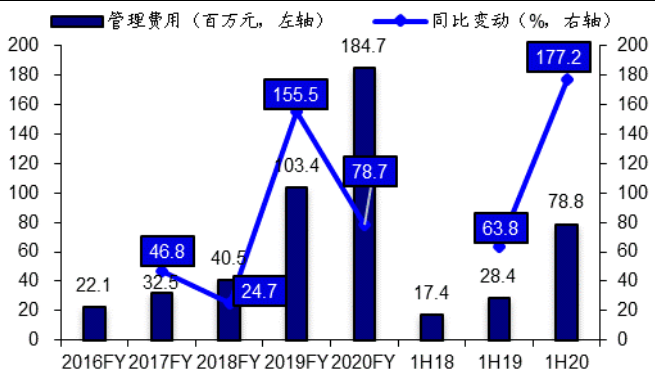
于招聘及提升协助公司销售及营销课程的营销人员及销售代理。

针对大学分部的销售投入未来仍将保持。根据公司招股说明书规划，尽管大学分部并非处于早期发展阶段，但各细分的市场仍在快速增长。据弗若斯特沙利文报告，大学考试备考市场、在线海外备考市场及在线语言学习市场从2017年至2022年预计将分别按25.4%、21.5%及33.6%的复合年增长率增长。因此，公司已投入额外资本以维持领导地位，抓住市场机会并进一步增加在大学分部的市场份额。

未来控费规划：加强新媒体，基于东方优播线下店交叉销售，及加强销售人员培训。为提高销售及营销效率，有效控制主要经营成本及开支，新东方在线在招股说明书中提出：①将定期检讨各种营销渠道，评估各渠道的营销效率，并优化其中的资源分配。具体而言，公司将削减其在传统在线营销渠道（如搜索引擎）上的支出，并通过提供更高客户转换效率的新媒体平台来扩大媒体推广。例如，于2018年暑假的主要促销期间，新学期开始及双十一活动期，公司通过微信、今日头条及微博等新媒体平台投入更多资源进行精准营销，以适应大学生的移动互联网用户习惯从而接触更多潜在客户；②拟通过线下东方优播体验中心以及其机构客户优化交叉销售机会，以提高品牌知名度并吸引学生报读；③将加强对销售人员的绩效评估及培训项目以提高其生产力。

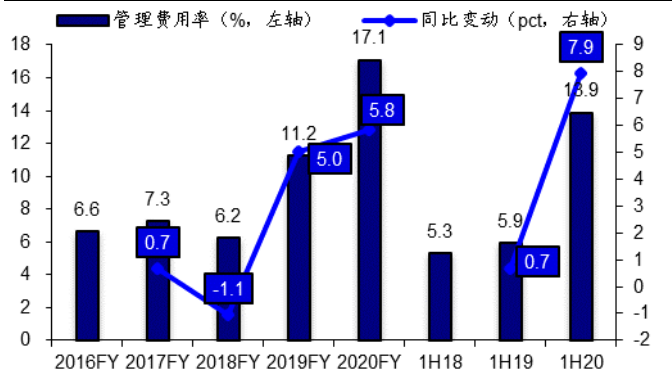
(2) 管理费用：除2019FY及1H20FY因股份酬金开支使管理费用率大幅上升外，公司管理费用率较为平稳。2019FY公司管理费用为1.03亿元，同比提升155.5%，管理费用率为11.2%，同比提升5.0个百分点，主要原因为股份酬金开支；1H20FY公司管理费用率为13.9%，同比提升7.9个百分点，主要原因为股份酬金开支，及业务战略增聘行政人员。其余各期管理费用在金额上增长的主要原因为：（1）2017FY，由于业务扩张及融资活动，公司扩大行政管理、会计及财务团队；（2）2018FY，公司扩大行政管理团队，并提高若干优秀员工的薪酬水平；（3）1H19FY，公司相应员工人数及平均薪酬水平增加。（4）2020FY，公司业务战略需增聘符合资格的研发人员，技术人员及工程师以支持扩张。

图27 新东方在线管理费用



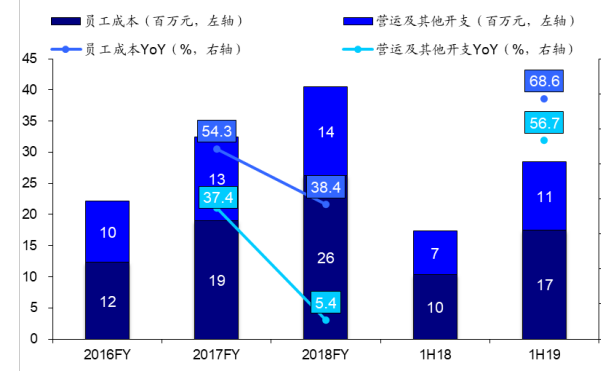
资料来源：公司招股说明书，2020年度业绩公告，海通证券研究所

图28 新东方在线管理费用率

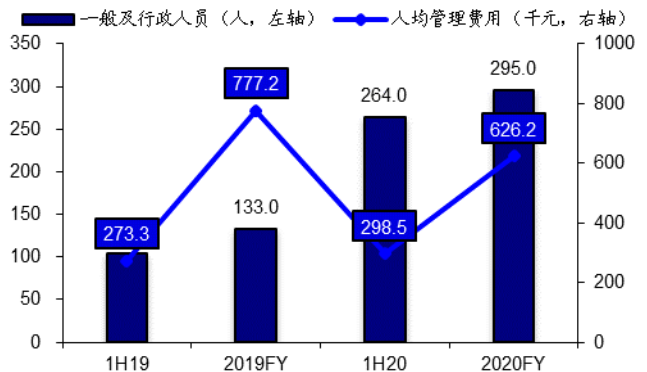


资料来源：公司招股说明书，2020年度业绩公告，海通证券研究所

员工成本的提升特别是人数的提升为管理费用上升的主因。2018FY员工成本与运营及其他开支的比例约为2:1，在管理费用中占大头，同时员工成本增速达到了38.4%，为推动档期管理费用提升的主要因素。一般及行政人员自1H19FY的104人提升至1H20FY的264人，同比提升153.8%，人均管理费用开支由27.3万元提升至29.9万元（未经年化），同比提升9.5%。2020FY的一般及行政管理人员达到295人，同比提升121.8%，人均管理费用开支达62.62万元，同比降低19.43%。可见人数的增加为员工费用提升的主因。

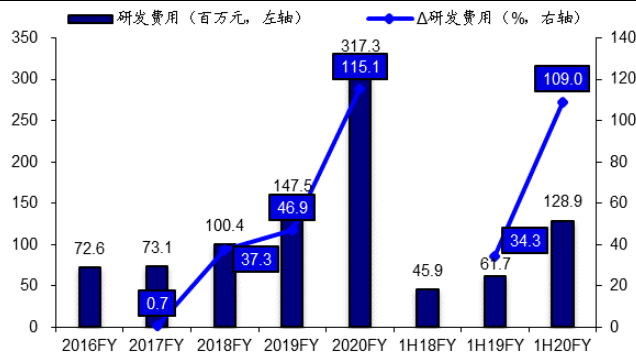
图29 新东方在线管理费用明细


资料来源：公司招股说明书，2020 年度业绩公告，海通证券研究所

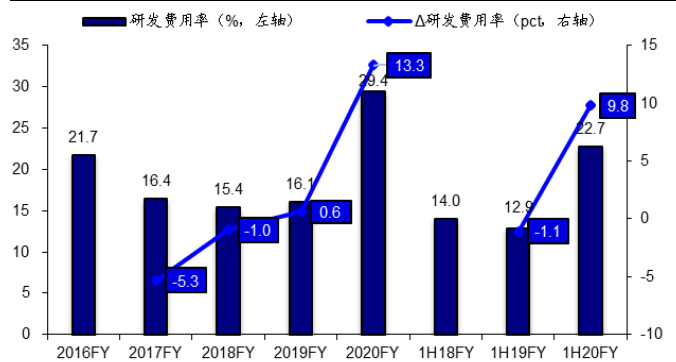
图30 新东方在线一般及行政人员


资料来源：公司招股说明书，2020 年度业绩公告，海通证券研究所

(3) 研发费用：从研发投入的绝对值来看，公司 2020FY 研发费用达 3.17 亿元，同比上升 115.1%；随着营业收入的快速增长，研发费用率从 2017FY 的 16.4% 持续下降至 2018FY 的 15.4%，但 2019FY 研发费用率上升 0.6 个百分点至 16.1%，2020FY 较去年同期上升 13.3 个百分点至 29.4%，在研发上的投入增速超出营业收入的增速。

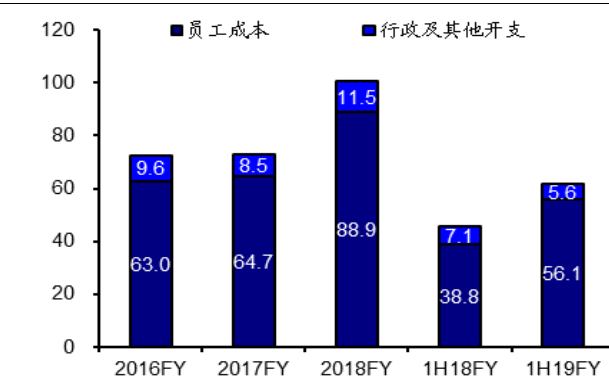
图31 新东方在线研发费用


资料来源：公司招股说明书，2020 年度业绩公告，海通证券研究所

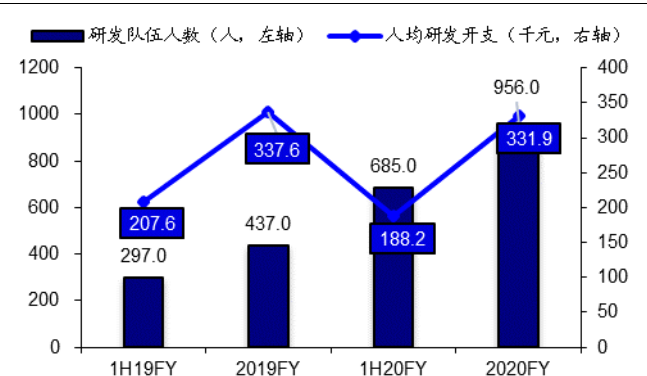
图32 新东方在线研发费用率


资料来源：公司招股说明书，2020 年度业绩公告，海通证券研究所

研发员工成本的提升，特别是研发团队人数的增加，为研发费用提升的主因。员工成本占研发费用的绝对大头，其增长为研发费用增长的主要原因。2020FY 末研发团队人数为 956 人，同比增长 118.8%，人均研发开支为 33.19 万元，同比降低 1.67%，可见研发团队人数的扩张是员工成本上升的主因。

图33 新东方在线研发费用各细项 (百万元)


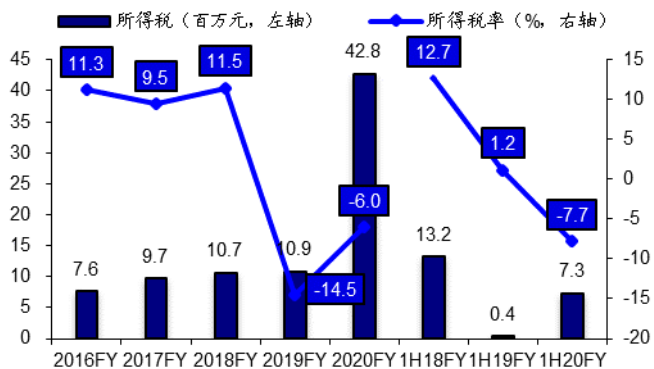
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图34 新东方在线研发团队人数及人均研发开支


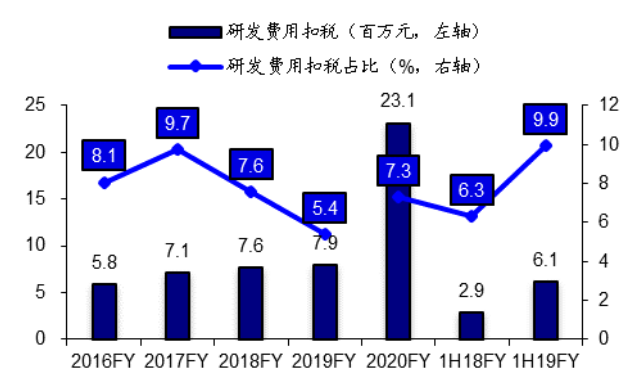
资料来源：公司招股说明书，2020 年度业绩公告，海通证券研究所

新东方在线的研发费用具有约 5-10% 的扣税优惠。北京迅程于 2017 年荣获高新技术企业称号，于 2018 年至 2020 年享有 15% 的优惠税率，而于 2016FY-1H19FY，公司的实际税率分别为 11.3%、9.5%、11.5% 及 1.2%，低于优惠税率，乃由于根据财政部、国家税务总局、科技部关于提高研究开发费用税前加计扣除比例的通知及财政部、国家

税务总局、科技部关于完善研究开发费用税前加计扣除政策的通知，自 2018 年 1 月 1 日起，从事研发活动的企业有权在厘定该年度的应课税利润时申报研发活动产生的研发开支的 175%（截至 2015 年、2016 年及 2017 年 12 月 31 日止各年度为 150%）为可扣税开支。根据公司招股说明书细项计算，研发费用实际用于扣税优惠部分约占研发费用总额的 5-10%，优惠额达到最终所得税额的 70-80%。

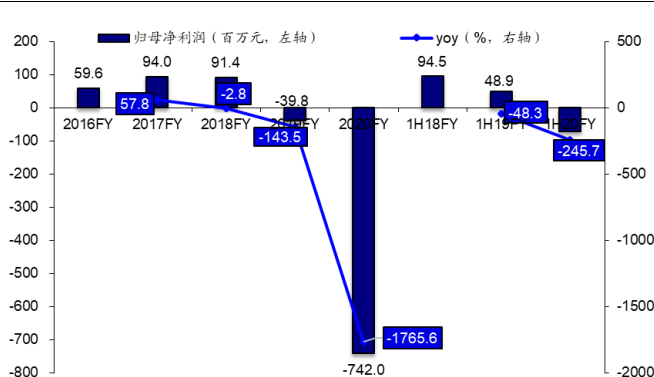
图35 新东方在线所得税


资料来源：公司招股说明书，2020 年度业绩公告，海通证券研究所

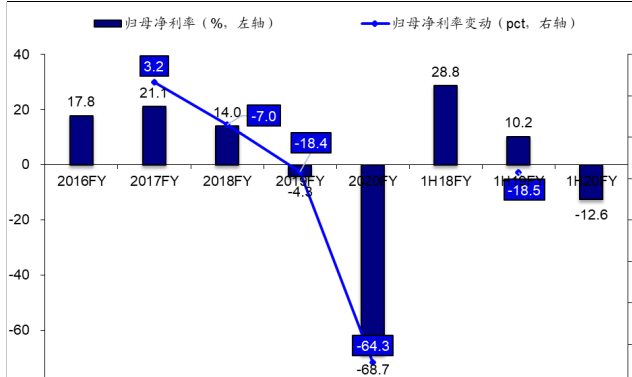
图36 新东方在线研发费用扣税优惠


资料来源：公司招股说明书及 2019FY 年报、1H20FY 中报，海通证券研究所

结合前文分析，公司归母净利下降主要系毛利率下降及加大推广导致销售费用率上升所致。2018FY 归母净利为 9137.5 万元 (-2.8%)，归母净利率为 14.0% (-7.0pct)；2019FY 归母净利为 -3977.3 万元 (-143.5%)，归母净利率为 -4.3% (-18.4pct)，2020FY 归母净利润为 -7.42 亿元 (-1765.6%)，归母净利率进一步下滑至 -68.7% (-64.3pct)。1H21FY，公司预计归母净利润为 -6 亿元至 -7 亿元。

图37 新东方在线净利润


资料来源：公司招股说明书，2020 年度业绩公告，海通证券研究所

图38 新东方在线归母净利率


资料来源：公司招股说明书，2020 年度业绩公告，海通证券研究所

4. 盈利预测：预计 2021-2023 财年收入各 17 亿元、35 亿元、52 亿元

基于以上分析，我们对公司的盈利预测包括以下主要假设：

(1) 收入拆分：2021-2023 财年，大学教育收入同比各增 -6.50%、9.19%、6.01%；K12 教育收入同比各增 214.34%、191.38%、57.24%；学前教育收入同比各增 52.02%、35.20%、31.04%；机构客户收入同比各增 6.50%、5.85%、5.27%。

表 10 新东方在线收入预测拆分表

	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY	2021FYe	2022FYe	2023FYe
营业总收入	446.22	650.46	918.91	1080.59	1694.51	3548.28	5160.78
yoy (%)	33.51	45.77	41.27	17.59	56.81	109.40	45.44
大学教育 (百万元)	335.54	462.47	631.40	641.69	600.01	655.16	694.55
yoy (%)	41.97	37.83	36.53	1.63	-6.50	9.19	6.01
大学考试备考 (百万元)	179.87	255.78	338.91	419.23	444.94	467.20	485.29
yoy (%)	60.08	42.20	32.50	23.70	6.13	5.00	3.87
海外备考 (百万元)	115.22	153.13	214.22	217.65	148.01	179.90	200.12
yoy (%)	24.53	32.90	39.90	1.60	-31.99	21.54	11.24
英语学习课程 (百万元)	40.45	53.56	78.27	4.81	7.05	8.07	9.14
yoy (%)	28.56	32.42	46.13	-93.85	46.65	14.40	13.30
K12 教育 (百万元)	42.95	88.07	159.23	295.14	927.74	2,703.20	4,250.42
yoy (%)	60.98	105.03	80.80	85.35	214.34	191.38	57.24
东方优播 (百万元)	0.75	16.20	56.90	178.00	507.30	1110.40	1927.47
yoy (%)		2062.90	251.23	212.83	185.00	118.88	73.58
大班课 (百万元)	23.26	39.67	63.69	79.00	418.70	1,591.06	2,322.95
yoy (%)		70.52	60.55	24.03	430.00	280.00	46.00
录播课 (百万元)	18.94	32.20	38.64	6.95	1.74	1.74	-
yoy (%)		70.01	20.00	-82.00	-75.00	0.00	
学前教育 (百万元)	3.42	10.92	33.40	30.01	45.63	61.69	80.84
yoy (%)	375.00	219.30	205.86	-10.13	52.02	35.20	31.04
机构客户 (百万元)	64.31	89.00	94.48	113.75	121.14	128.23	134.98
yoy (%)	-8.73	38.39	6.16	19.88	6.50	5.85	5.27

资料来源: 公司招股说明书, 2020FY 年报, 海通证券研究所

(2) 费用: 假设各主要费用保持平稳增长, 则预计 2021-23 财年销售费用率各 66.16%、45.00%、38.00%, 预计 2021-23 年 R&D 费用率各 29.30%、14.50%、10.29%, 预计 2021-23 年管理费用率各 13.42%、8.00%、6.55%。

综上, 我们预测公司 2021-23 财年收入各 17 亿元 (+56.81%)、35 亿元 (+109.40%)、52 亿元 (+45.44%); 归母净利各 -9.31 亿元、-5.35 亿元、-1.95 亿元, 对应 2021-2023 财年 EPS 分别为 -0.93 元、-0.54 元、-0.20 元。

表 11 新东方在线损益表及预测

	2018FY	2019FY	2020FY	2021FYe	2022FYe	2023FYe
营业总收入 (百万元)	650.46	918.91	1080.59	1694.51	3548.28	5160.78
同比增长 (%)	45.77	41.27	17.59	56.81	109.40	45.44
营业成本 (百万元)	252.53	412.50	587.50	966.32	1837.89	2627.98
毛利率 (%)	61.18	55.11	45.63	43.0	48.2	49.1
销售费用 (百万元)	223.98	443.93	872.29	1121.15	1596.73	1961.10
销售费用率 (%)	34.43	48.31	80.72	66.16	45.00	38.00
研发费用 (百万元)	100.39	147.52	317.29	496.51	514.50	531.28
研发费用率 (%)	15.43	16.05	29.36	29.30	14.50	10.29
管理费用 (百万元)	40.47	103.37	184.69	227.39	283.86	337.80
管理费用率 (%)	6.22	11.25	17.09	13.42	8.00	6.55
营业利润 (百万元)	102.97	-142.10	-774.67	-1109.65	-665.41	-268.85
利润总额 (百万元)	92.66	-74.98	-715.45	-1065.62	-615.06	-223.31
所得税费用 (百万元)	-10.65	10.87	-42.79	134.57	79.99	27.90
有效所得税率 (%)	11.49	14.50	-5.98	12.63	13.01	12.50
少数股东损益 (百万元)	9.3	24.34	16.23	0.00	0.00	0.00
归属净利润 (百万元)	91.38	-39.77	-742.01	-931.05	-535.07	-195.41
净利润率 (%)	14.05	-4.33	-68.67	-54.9	-15.1	-3.8
摊薄每股收益	0.09	-0.04	-0.74	-0.93	-0.54	-0.20

资料来源: 公司招股说明书, 公司 2018-2020 财年年报, 海通证券研究所

我们认为, 2020 年初新冠肺炎的爆发带来的是极短期内在线教育用户人数的井喷, 这是在线教育行业繁荣发展的机遇。然而在疫情后市场, 是否能够持续提供真的好内容、好服务, 将疫情期间的用户转化为忠实用户, 仍是各大在线教育机构面临的挑战。目前, 各大在线教育平台仍处于争夺流量红利和市场份额的阶段。新东方在线作为头部平台, 有望凭借资本、流量、教学资源 and 品牌优势快速做大规模, 享受行业红利。

绝对估值: 考虑用 DCF 估值计算合理市值, 我们的主要假设包括: 参考公司上市

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

以来市场数据假设 Beta 值为 1, 无风险利率 3%, 风险溢价 5%, 债务利率 4.65%, 参考 2020FY 数据取目标资产负债率 39%, 对应计算 WACC 为 6.48%。假设永续增长率为 1.5%, 测算公司股票价值 267.28 亿元, 合每股 26.7 元, 对应 32.0 港元。假设永续增长率为 2%, 测算公司股票价值 295.18 亿元, 合每股 29.5 元, 对应 35.4 港元。

综合给予公司 32.0 港元-35.4 港元合理价值区间, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

表 12 现金流折现模型

(单位: 百万元人民币)	2018FY	2019FY	2020FY	2021FYe	2022FYe	2023FYe	2024FYe	2025FYe	2026FYe
收入	650.5	918.9	1080.6	1694.5	3548.3	5160.8	6940.4	8890.8	10803.5
收入增速			18%	57%	109%	45%	34%	28%	22%
EBITDA	39.6	-180.2	-794.0	-1050.7	-610.2	-212.9	192.2	588.9	977.3
EBITDA 率			-73%	-62%	-17%	-4%	3%	7%	9%
息税前利润	33.7	-189.3	-882.8	-1116.9	-684.7	-297.4	95.7	478.0	849.1
息税前利润率			-82%	-66%	-19%	-6%	1%	5%	8%
税率	-11%	-15%	-12%	-13%	-13%	-12%	-13%	-13%	-13%
息税前利润*(1-税率)	29.8	-161.8	-778.1	-975.8	-595.7	-260.2	83.5	417.1	741.7
(+) 折旧摊销	5.9	9.1	88.7	66.1	74.5	84.5	96.5	110.9	128.2
(-) 营运资本变动				405.4	1133.5	1045.9	1109.2	1222.9	1206.1
(-) 资本资本性支出				-467.1	-125.3	-150.2	-180.1	-216.0	-259.0
无杠杆自由现金流量			-689.4	-971.4	487.1	719.9	1109.1	1534.9	1817.0
企业价值测算			WACC 计算						
永续增长率	1.50%	2.00%					无风险利率	3%	
期末价值	37009.8	41340.0					股权风险溢价	5%	
期末价值现值	23842.3	26631.9					Beta	1.0	
净现值	2653.9	2653.9					股本成本	8.0%	
企业价值	26496.2	29285.8					债务成本	4.65%	
负债总额	248.2	248.2					有效税率 (T)	11.9%	
现金	480.3	480.3					债务成本*(1-T)	4.10%	
Net debt/Net Cash	-232.0	-232.0					BookEquity/(debt+equity)	61%	
少数股东损益	0.0	0.0					Debt/Debt+Equity	39%	
权益价值	26728.2	29517.8					WACC	6.48%	
股份数量	999.7	999.7							
每股价格 (人民币)	26.7	29.5							
每股价格 (港币)	32.0	35.4							

资料来源: 公司招股说明书, 公司 2019 年年报, 海通证券研究所

进一步, 我们对企业价值进行了关于永续增长率、WACC 假设的敏感性测算。(A) 保守情景: 永续增长率为 1.7%-2.0%, WACC 为 6.5%-7.0%, 测算企业股票价值 245 亿元-294 亿元之间; (B) 乐观情景: 永续增长率为 2.0%-2.3%, WACC 为 6.0%-6.5%, 测算企业股票价值在 294 亿元-364 亿元之间。

表 13 DCF 企业股票价值对永续增长率与 WACC 的敏感度分析 (百万元人民币)

WACC (%)	Perpetuity Growth (%)						
	1.1%	1.4%	1.7%	2.0%	2.3%	2.6%	2.9%
5.00%	36627.0	39524.2	42948.2	47056.9	52078.8	58356.1	66426.9
5.50%	31760.4	33951.8	36489.3	39461.8	42991.6	47251.7	52494.9
6.00%	27903.2	29608.1	31550.8	33785.0	36381.5	39436.2	43082.1
6.50%	24774.4	26130.9	27657.0	29386.6	31363.2	33643.9	36304.7
7.00%	22188.4	23287.8	24511.6	25882.3	27428.0	29184.4	31197.9
8.50%	16582.9	17218.9	17910.9	18666.9	19495.9	20409.3	21420.6

资料来源: 海通证券研究所

表 14 DCF 企业股票每股价格对永续增长率与 WACC 的敏感度分析 (港元)

		Perpetuity Growth (%)						
		1.1%	1.4%	1.7%	2.0%	2.3%	2.6%	2.9%
WACC (%)	5.0%	43.9	47.3	51.4	56.4	62.4	69.9	79.6
	5.5%	38.0	40.7	43.7	47.3	51.5	56.6	62.9
	6.0%	33.4	35.5	37.8	40.5	43.6	47.2	51.6
	6.5%	29.7	31.3	33.1	35.2	37.6	40.3	43.5
	7.0%	26.6	27.9	29.4	31.0	32.9	35.0	37.4
	7.5%	23.5	24.6	25.9	27.3	28.7	30.0	31.3
	8.5%	19.9	20.6	21.5	22.4	23.4	24.4	25.7

资料来源: 海通证券研究所

表 15 可比公司估值表 (倍, 更新至 20210118)

简称	跟谁学	无忧英语	网龙
PE (2021E)	-	37.57	8.33
PS (2021E)	7.29	1.45	1.14

注: 盈利预测取彭博一致预期。

资料来源: 彭博, 海通证券研究所

5. 风险提示

品牌认可度减少的风险: 公司的业务取决于新东方在线、酷学英语、多纳及东方优播品牌, 倘公司未能维持及提升品牌认可度, 业务前景或会受到影响。公司的成功依赖市场对公司的品牌及声誉的良好认可。维持品牌认可及声誉的能力取决于多项因素, 其中部分不在公司的控制范围内。如果公司未能进一步维持及提升品牌认可度及提高所提供课程及内容的知名度, 公司的业务及经营业绩或会受到重大不利影响。

市场竞争风险: 中国教育行业发展迅速, 高度分散且竞争激烈。公司主要与提供类似辅导课程的 K-12 课外辅导服务提供商竞争, 包括提供的计划及课程、学费水平、学习中心的地点及场所、教材质量, 以及教师及其他重要人员的能力。如果公司未能有效竞争, 则可能导致不利定价压力出现、经营利润降低、市场份额减少、雇员流失及资本开支增加。

战略投资失败的风险: 作为公司业务增长战略的一部分, 公司已在近年完成若干投资, 并可能于未来投资或收购公司认为可有助扩大所提供的课程及内容、产品及服务、与公司整合后产生协同效应或以其他方式增强公司市场地位的业务。公司战略投资可能失败, 倘不成功可能对公司财务状况及经营业绩造成重大不利影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020FY	2021FYe	2022FYe	2023FYe	利润表 (百万元)	2020FY	2021FYe	2022FYe	2023FYe
每股收益	-0.74	-0.93	-0.54	-0.20	营业总收入	1080.59	1694.51	3548.28	5160.78
每股净资产	1.86	2.42	1.90	1.70	营业成本	587.50	966.32	1837.89	2627.98
每股经营现金流	-0.52	-0.45	0.67	0.93	毛利率	45.63%	42.97%	48.20%	49.08%
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	872.29	1121.15	1596.73	1961.10
价值评估 (倍)					销售费用率	80.72%	66.16%	45.00%	38.00%
P/E	-26.84	-21.39	-37.22	-101.91	管理费用	184.69	227.39	283.86	337.80
P/B	10.68	8.22	10.50	11.75	管理费用率	17.09%	13.42%	8.00%	6.55%
P/S	18.43	11.75	5.61	3.86	研发费用	317.29	496.51	514.50	531.28
股息率	-	-	-	-	研发费用率	29.36%	29.30%	14.50%	10.29%
盈利能力指标 (%)					EBIT	-882.75	-1116.86	-684.70	-297.36
毛利率	45.6	43.0	48.2	49.1	财务费用	65.38	7.20	19.29	28.52
净利润率	-68.7	-54.9	-15.1	-3.8	财务费用率	6.05%	0.43%	0.54%	0.55%
净资产收益率	-39.8	-38.4	-28.2	-11.5	资产减值损失	-3.00	0.00	0.00	0.00
资产回报率	-24.3	-22.4	-10.5	-3.1	投资收益	45.71	0.00	0.00	0.00
投资回报率	169.1	117.6	30.2	8.6	营业利润	-774.67	-1109.65	-665.41	-268.85
盈利增长 (%)					营业外收支	74.98	44.04	62.02	60.35
营业收入增长率	17.6	56.8	109.4	45.4	利润总额	-715.48	-1065.62	-615.06	-223.31
EBIT 增长率	-366.3	-26.5	38.7	56.6	EBITDA	-794.03	-1050.72	-610.21	-212.87
净利润增长率	-1766.3	-25.5	42.5	63.5	所得税	-42.79	134.57	79.99	27.90
偿债能力指标					有效所得税率	-5.98%	12.63%	13.01%	12.50%
资产负债率	38.9	42.5	63.3	73.5	少数股东损益	16.23	0.00	0.00	0.00
流动比率	2.57	2.21	1.45	1.27	归属母公司所有者净利润	-742.04	-931.05	-535.07	-195.41
速动比率	2.49	2.06	1.31	1.12	资产负债表 (百万元)	2020FY	2021FYe	2022FYe	2023FYe
现金比率	2.44	2.01	1.26	1.07	货币资金	480	1,286	1,901	2,751
经营效率指标					应收账款及应收票据	22	68	132	203
应收账款周转天数	14.86	14.71	13.61	14.39	预付费用	67	222	406	603
总资产周转率	0.35	0.41	0.70	0.82	其它流动资产	24	18	19	20
固定资产周转率	2.62	3.17	6.06	7.92	流动资产合计	2,341	3,342	4,207	5,326
现金流量表 (百万元)	2020FY	2021FYe	2022FYe	2023FYe	长期股权投资	266	266	266	266
净利润	-742.04	-931.05	-535.07	-195.41	固定资产	413	535	586	652
少数股东损益	16.23	0.00	0.00	0.00	无形资产	29	13	16	19
非现金支出	212.58	66.13	74.48	84.50	非流动资产合计	708	822	876	945
非经营收益	112.25	7.75	-3.20	-3.38	资产总计	3,049	4,164	5,083	6,272
营运资金变动	-241.14	-405.38	-1,133.50	-1,045.86	短期借款	0	0	0	0
经营活动现金流	-521.43	-451.79	669.71	931.57	应付票据及应付账款	34	117	225	341
投资活动现金流	-1,433.38	-467.13	-125.28	-150.21	预收账款	439	882	1,809	2,680
债权募资	-65.55	233.57	62.64	75.11	其它流动负债	48	38	40	42
股权募资	24.09	1,487.49	0.00	0.00	流动负债合计	912	1,512	2,895	4,211
其他	-94.00	3.71	7.97	-6.55	长期借款	248	234	296	371
融资活动现金流	-135.50	1,724.77	70.60	68.56	其它长期负债	26	26	26	26
现金净流量	-2,017.40	805.85	615.04	849.91	非流动负债合计	274	259	322	397
					负债总计	1,186	1,771	3,217	4,608
					实收资本	0.12	0.12	0.12	0.12
					归属于母公司所有者权益	1,864	2,424	1,897	1,695
					少数股东权益	0	-31	-31	-31
					负债和所有者权益合计	3,049	4,164	5,083	6,272

备注: (1)表中计算估值指标的收盘价日期为01月19日; (2)以上各表均为简表
资料来源:公司年报(2020),海通证券研究所

信息披露

分析师声明

汪立亭 批发与零售贸易行业, 社会服务行业
 许樱之 社会服务行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解, 清晰准确地反映了作者的研究观点, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 小商品城, 爱美客, 太阳纸业, 京东集团-SW, 广州酒家, 索菲亚, 富森美, 中国东方教育, 华熙生物, 九毛九, 永辉超市, 海底捞, 裕同科技, 安克创新, 山鹰国际, 步步高, 美吉姆, 重庆百货, 周大生, 美团-W, 老凤祥, 锦江酒店, 王府井, 小米集团-W, 丸美股份, 永艺股份, 红旗连锁, 阿里巴巴-SW, 丽人丽妆, 爱婴室

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准:	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10 与 10 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10 与 10 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com
联系人
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com
侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
联系人
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com
邵飞(021)23219819 sf13370@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zpx12149@htsec.com
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 yniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹莹(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
孟陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com
朱赵明 zzm12569@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
联系人
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com
郑蕾 23963569 zl12742@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 周旭辉 zxh12382@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lry12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 陈宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lfh12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒珺 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021)23219356 ddl13026@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许樱之(0755)82900465 xyz11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160
 oymc11039@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com
 滕雪竹 txz13189@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com
 董晓梅 dxm10457@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 郭金垚(010)58067851 gjy12727@htsec.com
 张钧博 zjb13446@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com