

# 新东方在线 (01797.HK)

## 大学产品升级，优播模式可期

**大学业务战略重点明确，产品全线升级。**2019 财年公司大学业务营收 6.31 亿元，占比 68.7%。大学板块盈利能力稳定且增速可观，毛利率在 60-65%，净利率稳定在 20%左右。展望 2020 财年，大学板块内各业务线战略重点进一步明确，产品定位全线升级。其中：1) 国内考试：考研课程占比最大、贡献主要增量，考研系列分为全程班和直通车，每科客单价分别为 1000-2000 元、4000-5000 元，公司积极推广直通车精品课程，通过提高课程质量和附加服务持续提升客单价。2) 出国留学：起步较晚、以录播产品为主，后伴随精品化战略直播课程占比提升，2019 财年出国留学板块增速快于国内考试，营收占比 30%并有望持续提升。出国留学板块的课程优势在于采用雅思官方考试考官担任线上老师，与 TPO 官方独家合作引用原版教材，课程品牌及议价能力强。3) 英语学习：新概念、商务英语 BEC 等系列英语读物为主，原有产品种类较多、定位范围较广，目前已积极调整产品结构，定位高客单价精品课程。

**东方优播商业模式可持续，城市拓展迅速。**2019 财年 K12 业务营收 1.59 亿元，占比 17.3%，其中 K12 大班营收 1.02 亿元、东方优播营收 0.57 亿元。截至 2019 财年，东方优播培训人次达 23 万，同增 369%，已进驻 63 个城市，新增 37 个城市，未来三年计划每年新增 50 个进驻城市，到 2022 年完成 200 家以上的地级市覆盖。从经营模式来看，东方优播小班化的教学效果有效保证用户留存，低价到正价转化率接近 20%，正价科对科续班率达 70%，线下地推的获客方式使得获客成本远低于同行业水平，2019 财年仅为 16 元/人次。根据已有成熟网点数据，我们测算东方优播的单城市网点可于第三年实现盈利，预计第一/二/三年的入口班培训人次分别为 1500/3000/6000 人次，正价班培训人次分别达 200/400/800 人次，第三年实收收入达到 300 万元以上。前期由于网点固定成本投入以及教师利用率有待提升，前两年毛利率在 0%-10%，后伴随教师利用率提升毛利率可达 50%，稳态下净利率可达 15%-20%。长期来看，单城市网点正价培训人次可达 5000 人，实收收入可达 1000 万元。

**组织架构及人才团队调整完成，K12 班课及优播并行发展。**公司于 2019 财年进行了组织架构及人才团队的全新调整，进一步明确 K12 班课及东方优播为并行重点、大学业务稳步发展的战略目标。公司上市后建立了强大的大中台中心，将分属于各事业部、独立运营的市场营销、IT 运营、客户中心集中于总部统一管理。大学及 K12 业务持续打磨产品，大学业务沿用线下兼职教师，K12 班课调用线下优质教师，建立了 50 人以上的线上全职团队，截至 2019 财年，东方优播教师已达 500 人，均为全职，并于武汉建立第二个培训基地，加速培养新生代优秀教师。

**投资建议。**作为新东方集团旗下唯一在线平台，公司品牌+用户+教研三大核心优势显著。我们维持 2020/2021/2022 财年归母净利-0.99/-0.16/0.67 亿元，亏损逐步收窄并于 2022 财年实现盈利。我们长期看好 K12 在线市场的成长空间及背靠集团的竞争优势，维持“买入”评级。

**风险提示：**在线教育渗透率不达预期；行业竞争加剧；盈利能力改善不达预期。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	650	919	1,326	1,906	2,655
增长率 yoy (%)	45.8	41.3	44.3	43.7	39.3
归母净利润 (百万元)	72	-40	-99	-16	67
增长率 yoy (%)	-23.2	-155.0	-150.9	84.2	529.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.1
净资产收益率 (%)	9.3	-2.8	-4.5	-0.7	3.0
P/E (倍)	145	-263	-105	-665	155
P/B (倍)	11.9	4.6	4.8	4.8	4.7

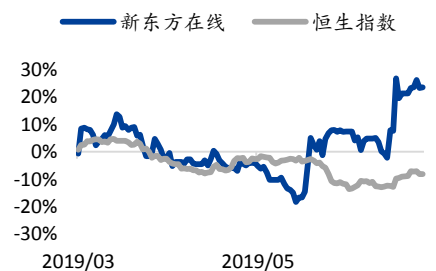
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

### 股票信息

行业	
前次评级	买入
最新收盘价	12.32
总市值(百万元)	9,233.18
总股本(百万股)	749.45
其中自由流通股(%)	
30 日日均成交量(百万股)	

### 股价走势



### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 邵璟璐

执业证书编号：S0680518030006

邮箱：shaojinglu@gszq.com

研究助理 赵雅楠

邮箱：zyn@gszq.com

### 相关研究

1、《新东方在线 (01797.HK)：背靠集团，线上进击》

2019-08-23



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1200	2653	2681	2847	3150
现金	709	2066	1889	1841	1887
应收账款	6	10	16	23	32
其他应收款	104	166	266	373	522
预付账款	380	400	500	600	700
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	10	10	10	10
<b>非流动资产</b>	221	324	410	494	555
长期投资	192	294	376	458	520
固定资产投资	21	25	28	30	29
无形资产	0	0	0	0	0
其他非流动资产	8	5	6	6	6
<b>资产总计</b>	1421	2976	3091	3340	3705
<b>流动负债</b>	531	681	894	1158	1456
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	29	47	74	104	146
其他流动负债	502	634	819	1054	1310
<b>非流动负债</b>	11	7	8	9	8
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	11	7	8	9	8
<b>负债合计</b>	542	688	901	1167	1464
少数股东权益	0	165	165	165	165
股本	164	1474	1474	1474	1474
资本公积	131	91	-8	-24	43
留存收益	885	2320	2221	2205	2272
归属母公司股东收益	-7	-31	-31	-31	-31
<b>负债和股东权益</b>	1421	2976	3091	3340	3705

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动净现金流</b>	149	-132	-44	73	128
净利润	91	-64	-99	-16	67
折旧摊销	6	5	7	9	11
财务费用	0	-47	-60	-72	-90
投资损失	0	1	2	1	1
营运资金变动	140	73	107	152	140
其他经营现金流	-88	-100	0	0	0
<b>投资活动净现金流</b>	509	-29	-194	-194	-172
资本支出	-19	-8	-3	-1	-0
长期投资	482	-102	-82	-82	-62
其他投资现金流	46	81	-110	-111	-110
<b>筹资活动净现金流</b>	6	1518	61	73	89
短期借款	0	47	60	72	90
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	6	165	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	0	1306	1	1	-1
<b>现金净增加额</b>	664	1357	-178	-47	46

**利润表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	650	919	1326	1906	2655
营业成本	253	413	639	938	1301
营业税金及附加	0	148	192	210	265
营业费用	9	444	550	705	929
管理费用	102	136	119	143	165
财务费用	-45	-47	-60	-72	-90
资产减值损失	45	47	60	72	90
公允价值变动收益	3	100	0	0	0
投资净收益	2	-1	-2	-1	-1
<b>营业利润</b>	83	-75	-117	-18	84
营业外收入	9	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	93	-75	-117	-18	84
所得税	11	-11	-18	-3	17
<b>净利润</b>	82	-64	-99	-16	67
少数股东收益	-9	-24	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	72	-40	-99	-16	67
EBITDA	53	-117	-170	-82	5
EPS (元/股)	0.08	-0.04	-0.11	-0.02	0.07

**主要财务比率**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	45.8	41.3	44.3	43.7	39.3
营业利润 (%)	-18.4	-189.8	-56.3	84.2	555.9
归属母公司净利润 (%)	-23.2	-155.1	-150.1	84.2	529.1
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	61.2	55.1	51.8	50.8	51.0
净利率 (%)	11.1	-4.3	-7.5	-0.8	2.5
ROE (%)	9.3	-2.8	-4.5	-0.7	3.0
ROIC (%)	4.7	-4.5	-6.8	-3.5	-0.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	38.2	23.1	29.2	34.9	39.5
净负债比率 (%)	-19.0	-60.2	-45.1	-31.0	-18.9
流动比率	2.3	3.9	3.0	2.5	2.2
速动比率	2.3	3.9	3.0	2.5	2.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.6	0.8
应收账款周转率	95.1	90.5	81.6	83.8	83.3
应付账款周转率	8.3	19.8	17.8	18.3	18.2
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.08	-0.04	-0.11	-0.02	0.07
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.16	-0.14	-0.05	0.08	0.14
每股净资产 (最新摊薄)	0.94	2.45	2.34	2.32	2.39
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	144.8	-262.7	-105.0	-665.3	155.1
P/B	11.9	4.6	4.8	4.8	4.7
EV/EBITDA	182.3	-71.2	-50.1	-104.3	1801.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com