

K12 教育板块发展迅速，付费人次大幅增长

——新东方在线 (1797.HK) FY20 业绩点评

海外公司简报

买入 (维持)

当前价：34.00 港元

分析师

刘凯 (执业证书编号：S0930517100002)

021-52523849

kailiu@ebcn.com

贾昌浩 (执业证书编号：S0930520050002)

021-52523835

jiachanghao@ebcn.com

相关研报

线上发力，旭日东升——新东方在线 (1797.HK) 投资价值分析报告
2019-05-15

首份年报业绩靓丽，拟收购东方优播剩余 49% 股权——新东方在线 (1797.HK)
2019 财年财报点评

事件：

2020 年 8 月 21 日，新东方在线 (1797.HK) 披露 FY20 业绩报告：总收入 10.8 亿元 (+17.6%)；净亏损 7.42 亿元。

点评：

◆K12 教育板块发展迅速，收入+85.4%，收入占比+10.0pcts。

分业务来看，1) 大学教育收入 6.42 亿元 (+1.6%)，收入占比为 59.4% (-9.3pcts)。大学备考收入同比+23.7%、海外备考收入同比+1.6%、大学备考中的研究生入学考试课程收入同比+9.8%。不考虑调整大学产品线的影响，大学备考课程收入同比+9.0%。2) K12 业务收入为 2.95 亿元 (+85.4%)，收入占比为 27.3% (+10.0pcts)。3) 学前教育收入 3000 万元 (-10.1%)，收入占比为 2.8% (-0.9pcts)。4) 机构客户收入 1.14 亿元 (+19.8%)，收入占比为 10.5% (+0.2pcts)。

◆FY20 付费学生人数+31%，K12 教育板块付费人数+224%。

COVID-19 期间新东方在线积极向各年级各学科的大量学生提供免费课程，公司 FY20 付费学生总数同比增长了 31% 至 285.2 万人次，其中大学教育/K12 教育/学前教育板块付费学生数分别为 94.2 (-27%) /185.6 (+224%) /5.4 (-83%) 万人次。大学教育付费人次的下降主要是业务调整以及 COVID-19 期间部分大学及海外考试延迟或取消所致。K12 教育中大班课付费人次同比增加 269.4%，东方优播付费人次同比增加 184.2%。学前教育板块付费人次的减少是由于公司调整了多纳外教学堂英语直播课程的产品线。

大学教育/K12 教育板块生均支出分别为 1,222 (+71%) /882 (-8%) 元，入门课程 38 元 (+81%)，总计平均 401 元，较 FY19 财年的 434 元下降 7.6%。

◆免费课程导致成本、费用大幅提升，毛利率有所下降。

FY20 下半年的 COVID-19 期间，新东方在线主动为大量学生提供了免费课程，为应对学生人数激增，公司进一步投入相关基础设施与人力资源，并投入了大量资源以提升课程和服务质量，FY20 公司教学人员成本、课程研发人员成本 (尤其是 K12 教育板块) 分别同比增加 23%/147.3%，销售费用同比增长 96.5% 至 8.72 亿元，研发费用同比增长 115.1% 至 3.17 亿元。

FY20 新东方在线毛利率为 45.6%，同比下降了 9.5pcts，主要是由于扩展 K12 教育板块、以及 FY20 下半年 COVID-19 期间捐赠免费课程所致。大学业务/K12 教育/学前教育/机构业务板块毛利率分别为 67.9%

(+2.3pcts) / -15.2% (-25.2pcts) / 28.3% (+29.2pcts) / 82.4% (+1.9pcts)。K12 教育毛利率大幅下降主要是因为公司捐赠了免费课程，并且教学人员成本、课程研发人员成本、以及资讯科技支持及技术成本均有所增长。学前教育毛利率上升是因为多纳学英语应用软件的利润增加以及对多纳在线课程的调整。

◆拥有 7,094 名全职员工和 6,683 名兼职员工，员工数量增长迅速。

为了给大幅增长的付费学生提供优质教学内容和教学服务，公司 FY20 招聘了大量员工。截止 2020 年 05 月 31 日，新东方在线拥有 7,094 名全职员工和 6,683 名兼职员工，其中有 3,075 名全职及 6,319 名兼职教学、内容研发及内容制作人员；2,853 名全职及 279 名兼职销售人员；943 名全职及 13 名兼职研发技术人员；223 名全职及 72 名兼职行政管理人员。

表 1：新东方在线员工数量增长迅速（单位：人）

员工类型	截至 2019 年 11 月 30 日		截至 2020 年 05 月 31 日		全职人员变动	兼职人员变动
	全职人员	兼职人员	全职人员	兼职人员		
教学、内容研发及制作人员	938	3229	3,075	6,319	+2,137	+3,090
销售人员	1007	753	2,853	279	+1,846	-474
研发技术人员	665	20	943	13	+278	-7
行政管理人员	215	49	223	72	+8	+23
总计	2813	4051	7,094	6,683	+4,281	+2,632

资料来源：公司财报，光大证券研究所

◆东方优播扩张迅速，FY20 已经进入 24 个省份 172 个城市。

相较于行业大多数公司“大班直播”的方式，新东方在线的东方优播主要采取“线下体验店+小班直播”的模式。我们认为网校的运营本质在于服务而非产品，大班直播的优点在于学生覆盖面的广度和速度，缺点在于学生互动不足、跨区域授课课程针对性较弱、辅导老师而非授课老师服务、获客成本巨大。东方优播扎根三四线城市，与新东方集团 OMO 扎根一二线城市形成互补，截至 2020 年 05 月 31 日，东方优播已进入 24 个省份 172 个城市，较 FY19 的 15 个省份 63 个城市新增了 9 个省份 109 个城市，东方优播扩张迅速。

◆FY20 开发了云教室平台（ECPP）系统，服务了上百万 K12 学生，未来将继续开发创新且高效的中央支持平台，以支持前端业务的迅速增长。

1) 大学业务在 FY20 进行了调整。未来公司将专注于大学备考及海外备考业务，不断优化托福及雅思课程的智能评分及纠错系统，同时加强对互联网产品的投资，包括推出新东方托福 Pro 应用程序，上传教育考试服务社（ETS）官方授权内容等。

2) 学前业务 FY20 主要专注于优化多纳英语 app 中的一系列教学内容；

3) K12 教育业务仍将作为公司的战略重点和长期增长动力。未来公司将专注于提升 K12 课程的 app 及线上平台，通过在在线课程中引入新的教育技术和互动特色，提供更佳的学习体验。公司还将在更多地区设立教学培

训中心，以吸引更多的优秀的授课教师和辅导老师。同时还会投资于高 ROI 的市场推广渠道，并实时评估其单位经济效益，从而使获客成本保持低位。

◆ **盈利预测和投资建议。**新东方在线优化产品结构之后，将更聚焦于 K12 在线直播。我们看好新东方在线的优播班课直播业务以及在线大班业务，维持 FY21-22 年净利润预测为-3.16/-2.22 亿元，新增 FY23 年净利润预测为-1.42 亿元。我们看好 K12 在线直播行业未来长期发展趋势和新东方在线在品牌、师资、渠道方面的积累。维持新东方在线“买入”评级。

◆ **风险提示：竞争激烈影响盈利能力、教育政策变化、业务拓展不及预期。**

业绩预测和估值指标

指标 (百万人民币)	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业收入	919	1,081	1,781	2,407	3,329
营业收入增长率	41.27%	17.58%	64.83%	35.16%	38.29%
调整后净利润	-39	-658	-316	-222	-142
PS	31	26	16	12	9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 8 月 21 日，财年截止 5 月 30 日。汇率 RMB:HKD=1.12:1

利润表 (百万元)	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业收入	919	1,081	1,781	2,407	3,329
营业成本	-413	-588	-1,004	-1,237	-1,681
毛利	506	493	777	1,170	1,648
销售费用	-444	-872	-801	-963	-1,165
管理费用	-103	-185	-142	-168	-233
财务费用	0	0	0	1	2
税前利润	-75	-716	-363	-256	-163
税收支出	11	-43	47	33	21
净利润	-64	-758	-316	-222	-142
少数股东损益	-24	-16	0	0	0
归母公司净利润	-40	-742	-316	-222	-142

资产负债表 (百万元)	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
总资产	3,269	2,623	2,801	2,999	3,485
货币资金	2,498	1,401	1,303	1,303	1,509
应收账款与票据	0	216	178	120	100
其他短期资产	353	400	400	400	400
固定资产	30	146	233	334	450
无形资产	147	151	232	289	300
商誉	0	0	0	0	0
其他长期资产	90	69	78	82	113
总负债	698	811	1,305	1,725	2,297
短期借款及应付应计款项	682	797	1,282	1,694	2,254
递延收入	0	0	0	1	2
长期负债	17	14	23	31	43
股东权益	2,570	1,812	1,496	1,274	1,188
股本	0	0	0	0	0
储备	2,601	1,843	1,527	1,305	1,220
少数股东权益	-31	-31	-31	-31	-31

现金流量表 (百万元)	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
经营活动现金流	-25	-695	81	150	341
净利润	-75	-758	-316	-222	-142
折旧、摊销	9	26	37	43	50
其他非现金调整	-93	-1	6	6	8
非现金营运资本变动	134	38	353	324	425
投资活动产生现金流	16	-16	-179	-150	-192
固定及无形资产变动	1,001	300	0	0	0
长期投资净变动	-950	-263	38	58	20
其他投资活动	-35	34	-92	-63	-46
融资活动现金流	1,702	800	300	100	57
债务变动	0	0	0	0	0
股本变动	132	0	0	0	0
支付的股利合计	-64	0	0	0	-57
其他筹资活动	1,634	800	300	100	0
净现金流	1,693	89	202	100	206

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼