

2021年01月24日

# 渠道体系快速搭建，差异化竞争优势及长线运营能力凸显

买入（维持）

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证号：S0600517110002  
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

证券分析师 吴劲草

执业证号：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业收入（百万元）	1,081	1,391	2,500	4,538
同比（%）	17.59	28.70	79.79	81.51
归母净利润（百万元）	-742	-1,359	-815	-269
同比（%）	1,765.60	83.12	-40.04	-67.01
每股收益（元/股）	-0.74	-1.36	-0.81	-0.27
P/E（倍）	-37.05	-20.23	-33.74	-102.29

## 投资要点

- 公司公告了截至2020年11月30日止六个月的中期业绩：共实现收入6.77亿元(yoy+19.2%)，净亏损6.74亿元(yoy+670.6%)，经调整后净亏损5.08亿元，上年同期亏损为1.09亿元。
- K12业务收入高增长，大、小班同步推进，渠道体系快速搭建。K-12教育收入3.37亿元(yoy+162.9%)，主要由于新东方在线的K-12课程及东方优播课程加速扩展所致，收入占比49.8%(yoy+27.2pct)，付费总人次达180万(yoy+143.4%)，其中新东方在线K-12课程及东方优播课程付费人次分别同比增长134.4%及170.3%。上半年大班收入1.86亿，由于上半年扩大招聘教、强化教研、暑期低价班占比较高，当前仍处于毛亏损阶段；东方优播收入1.5亿，由于小班课成本相对比大班课要低，毛利率表现更优。截止报告期末，东方优播已经进军270个城市，大班地推团队渗透进入100个城市，看好公司深耕低线城市潜力。
- 受疫情期影响非K12业务不同程度下滑。上半年公司大学教育收入2.92亿元(yoy-19.1%)，收入占比43.13%(yoy-20.54pct)，付费人次受疫情影响从52.6万下降至29.9万，是导致大学培训业务出现下滑的主要原因。学前教育收入440万元(yoy-79.3%)，机构客户收入4300万元(yoy-24%)。当前该业务仍较大程度受制于疫情的影响，但我们认为该业务长线运营价值依旧可观，看好未来随着疫情缓和后的恢复性增长。
- 费用先行及高增长是亏损主因。上半年销售费用5.15亿(yoy+76.7%)，销售费用率76.1%(yoy+24.8pct)。同比增长主要由于公司成立多渠道营销团队推广产品并通过各种创新的线上线下方法来稳定客户获取成本导致员工成本增加所致。研发费用2.34亿(yoy+81.6%)，研发费用率34.6%(yoy+11.9pct)，主要由于研发人员、技术人员及工程师增加，导致员工成本增加所致。管理费用为1.28亿元(yoy+62.6%)，管理费用率11.9%(yoy+5pct)，主要系业务扩展需要更多管理人员导致员工成本及股份支付费用增加所致。
- 公司拥有差异化竞争优势及长线运营能力，看好后续盈利能力提升。公司正价续费率及低价转化率均处于市场领先水平，彰显公司产品及运营能力，我们预计行业后期将逐渐从营销驱动转向运营驱动，看好长线运营角度公司竞争力的持续提升。
- 盈利预测与投资评级：考虑到当前阶段销售费用的高投入及疫情对大学及机构业务的短期影响，预计公司FY2021/FY2022/FY2023年归母净利润分别为-13.59/-8.15/-2.69亿元，维持公司“买入”评级。
- 风险提示：行业竞争超预期，教育事故，疫情超预期。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(港元)	27.50
一年最低/最高价	21.80/43.45
市净率(倍)	14.66
港股流通市值(百万港元)	27491.12

## 基础数据

每股净资产(元)	1.43
资产负债率(%)	65.96
总股本(百万股)	999.68
流通股本(百万股)	999.68

## 相关研究

- 1、《新东方在线(01797)：疫情影响下规模大幅扩张，K12总付费人次同比增长225%》  
2020-08-24
- 2、《新东方在线(01797)：入局大班业务，双线发展全面布局K12线上教培》  
2020-03-18
- 3、《新东方在线(01797)：东方优播模型跑通，大学业务改革调整》  
2020-01-21

新东方在线三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E		FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E
流动资产	2,341	2,572	2,122	2,299	销售收入	1,081	1,391	2,500	4,538
现金	480	447	64	85	销售成本	588	851	1,520	2,436
应收账款	113	145	261	474	毛利	493	540	981	2,102
存货	0	0	0	0	其他收入-净额	0	0	0	0
其他流动资产	1,471	1,702	1,520	1,462	营业开支	1,390	2,086	2,125	2,950
非流动资产	708	933	1,053	1,259	其中: 销售费用	872	1,252	1,250	1,362
长期股权投资	82	82	82	82	管理费用	185	348	375	681
固定资产	82	307	426	522	研发费用	317	487	500	908
在建工程	0	1	2	3	其他费用	16	0	0	0
无形资产	331	331	331	441	经营利润	-897	-1,546	-1,144	-847
其他非流动资产	213	213	213	213	加: 财务收入	65	8	7	4
资产总计	3,049	3,505	3,175	3,557	减: 财务费用	11	0	0	0
流动负债	912	943	1,428	2,079	加: 权益性投资损益	-2	41	41	41
短期借款	0	0	0	0	其他非经营性损益	128	165	297	539
应付账款	34	97	155	224	除所得税前利润	-715	-1,332	-799	-263
其他流动负债	878	834	1,250	1,815	减: 所得税	43	27	16	5
非流动负债	274	274	274	274	合并报表净利润	-742	-1,359	-815	-269
长期借款	0	0	0	0	归属于母公司所有的净利润	-742	-1,359	-815	-269
其他非流动负债	274	274	274	274					
负债合计	1,186	1,217	1,702	2,353	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>FY2020A</b>	<b>FY2021E</b>	<b>FY2022E</b>	<b>FY2023E</b>
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	-0.74	-1.36	-0.81	-0.27
归属母公司股东权益	1,864	2,288	1,473	1,204	每股净资产(元)	1.86	2.29	1.47	1.20
负债和股东权益	3,049	3,505	3,175	3,557	发行在外股份(百万股)	1000	1000	1000	1000
					ROIC(%)	-32.69	-65.46	-43.32	-20.07
					ROE(%)	-39.81	-59.39	-55.30	-22.31
					毛利率(%)	45.63	38.81	39.23	46.33
					销售净利率(%)	-68.67	-97.70	-32.58	-5.92
					资产负债率(%)	38.88	34.72	53.60	66.14
					收入增长率(%)	17.59	28.70	79.79	81.51
					净利润增长率(%)	1,765.60	83.12	-40.04	-67.01
					P/E	-37.05	-20.23	-33.74	-102.29
					P/B	14.75	12.02	18.66	22.82
					EV/EBITDA	-36.98	-20.80	-35.57	-109.38

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所 (1港元=0.8361人民币)

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

