

监管短期影响渐消退，政策落地后出现投资机会

新东方 F2Q19 业绩展望

核心结论

新东方将于2019年1月22日发布F2Q19业绩。我们认为针对课外培训机构的整治活动结束后，监管造成的短期影响将逐渐消退，政策落地后将出现投资机会。我们维持买入评级，目标价77美元。

利用率回升，营收超预期。根据我们的数据追踪，F2Q19新东方K12课程的满班率有明显提升，我们认为满班率的提升主要来源于1.扩张速度放缓，新开学习中心利用率提高；2.部分小机构在整治活动中停止营业，部分需求外溢至大机构。我们预计F2Q19新东方K12收入达26亿人民币，同比增长49%，总收入同比增长32%，达41亿人民币，高于彭博一致预期2%，高于公司指引上限。

整治活动短期影响进入尾声，F2Q19利润率略高于预期。我们认为，整治活动对于新东方的短期影响在F2Q19进入尾声，短期影响将在F3Q19结束。2019年培训机构进入合规成本更高的运营周期，长期费用率有所上升。我们预计F2Q19新新东方运营亏损率同比下降0.4个百分点，达2.4%，优于彭博一致预期0.5个百分点。

风险提示：K12行业增速不如预期，行业竞争加剧，扩张过程中利润下降过快。详见文末风险提示。

核心数据

	F2017	F2018	F2019E	F2020E	F2021E
营业收入(百万元)	12216	15970	21166	26680	32466
增长率(%)	29%	31%	33%	26%	22%
净利润(百万元)	1854	1950	1701	2621	3406
增长率(%)	29%	5%	-13%	54%	30%
每股收益(EPS)	11.74	12.30	10.67	16.20	20.73
市盈率(P/E)	31.49	30.05	34.64	22.81	17.82
市净率(P/B)	4.98	4.14	3.59	3.06	2.57

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

公司评级

买入

股票代码

EDU.US

目标价格

77

前次评级

买入

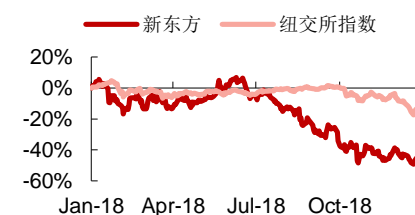
评级变动

维持

当前价格

58.62

近一年股价走势



分析师



李艳丽 S0800518050001



021-38584239



liyanli@research.xbmail.com.cn

联系人



杨振艺 S0800117110039



021-38584237



yangzhenyi@research.xbmail.com.cn

相关研究

F2Q19业绩展望

毛利率高于一致预期。我们预计，在利用率提升的背景下，毛利率同比提升 0.1 个百分点，达 51.5%，高于彭博一致预期的 50.7%。

GAAP 运营亏损优于一致预期。我们预计，整治活动接近尾声，整改带来的短期成本上升在 F2Q19 持续，GAAP 运营亏损同比增长 15%，达 9900 万元人民币，优于一致预期的 1.2 亿。

Non-GAAP 运营亏损率同比略增。我们认为，在扩张速度同比放缓，毛利率回升以及短期成本上升的背景下，F2Q19 Non-GAAP 运营亏损率同比增加 0.1 个百分点，为 0.9%。Non-GAAP 运营亏损同比增长 54%，达 3800 万元。

F3Q19 收入持续超预期。我们认为，F3Q19 新东方收入同比增长 35%，达 54 亿，高于彭博一致预期 3%。

表 1: 新东方 F2Q19 业绩展望

(除每股收益外, 百万人民币)	F2Q19E	F2Q19C	Dif%	F2Q19G	F1Q19A	QoQ	F2Q18A	YoY	F3Q19E	F3Q19C	Dif%
收入	4,076	3,982	2.4%	3,919	5,733	(29%)	3,086	32%	5,367	5,217	3%
				-4,043							
成本	(1,976)				(2,450)	(19%)	(1,501)		(2,325)		
毛利	2,100				3,283	(36%)	1,585	33%	3,042		
毛利率	51.5%	50.7%	0.8ppt		57.3%	(5.8ppt)	51.4%	0.1ppt	56.7%	56.4%	0.3ppt
运营费用											
-销售费用	(600)				(662)	(9%)	(476)	26%	(670)		
-管理费用	(1,599)				(1,558)	3%	(1,195)	34%	(1,819)		
其中: 股权激励成本	(61)				(93)	(34%)	(62)	(1%)	(107)		
运营利润, Pre-SBC	(38)				1,156	(103%)	(25)	54%	660		
运营利润率, Pre-SBC	(0.9%)				20.2%	(21.1ppt)	(0.8%)	(0.1ppt)	12.3%		
运营利润, GAAP	(99)	(117)	(15%)		1,063	(109%)	(86)	15%	553	559	-1%
运营利润率, GAAP	(2.4%)	(2.9%)	0.5ppt		18.5%	(20.9ppt)	(2.8%)	0.4ppt	10.3%	10.7%	(0.4ppt)
其他收入(支出)	0				-97	(100%)	157	(100%)	0		
税前利润, GAAP	-99				966	(110%)	71	(240%)	553		
所得税费用	28				(171)	(116%)	(20)	(240%)	(93)		
净利润, GAAP	-72	-121	(41%)		795	(109%)	51	(240%)	460	590	-22%
净利润率	(1.8%)	(3.0%)	1.2ppt		13.9%	(15.7ppt)	1.7%	(3.5ppt)	8.6%	11.3%	(2.7ppt)
每股摊薄收益, Non-GAAP	0.02	-0.03	(161%)		5.74	(100%)	0.57	(96%)	3.64	3.62	1%
每股摊薄收益, GAAP	-0.36	-0.66	(45%)		5.16	(107%)	0.18	(303%)	2.97	3.39	-12%

资料来源: 西部证券研发中心

风险提示

1.行业增速不如预期

行业增速由补课人次驱动，若学生参加课外辅导频率和广度下降，则影响整体行业增速。

2.一线城市竞争加剧

一线城市目前竞争激烈，各大机构维持固定份额。如果出现新的竞争者，则会导致一线城市的竞争加剧，影响公司利润。

3.扩张效果不如预期

公司预计 2018 财年提高 30%的产能供给，若产能供给的提高未能带来相应利润，则会导致公司利润严重下滑。

4.双师课堂进度不如预期

双师课堂目前仍处于试验阶段，公司预计今年进入 5-10 个城市。若双师课堂进度不如预期，则影响未来的成长能力。

5.行业政策风险

目前各地方政府开始严查培训机构资质问题，公司在每个城市均拥有培训资质，但有可能受到政策收紧的影响。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	F2017	F2018	F2019E	F2020E	F2021E		F2017	F2018	F2019E	F2020E	F2021E
现金及现金等价物	4370	6303	9458	14280	20682	营业收入	12216	15970	21166	26680	32466
应收款项	23	20	27	34	41	营业成本	(5090)	(6953)	(9300)	(11723)	(14265)
存货净额	216	258	344	434	528	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	11251	12276	12619	12948	13269	销售费用	(1582)	(2112)	(2796)	(3525)	(4289)
流动资产合计	15860	18856	22448	27696	34520	管理费用	(3776)	(5169)	(6990)	(8544)	(10072)
固定资产及在建工程	1928	2882	4494	5756	6910	财务费用	0	0	0	0	0
长期股权投资	1481	2777	2777	2777	2777	其他费用/(-收入)	0	0	12	0	0
无形资产	673	980	867	870	872	营业利润	1768	1735	2092	2888	3839
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外净收支	445	613	(97)	223	223
非流动资产合计	4082	6639	8138	9404	10559	利润总额	2213	2348	1995	3111	4062
资产总计	19942	25495	30587	37099	45079	所得税费用	(343)	(390)	(350)	(546)	(713)
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	1870	1958	1645	2565	3349
应付款项	165	256	342	431	525	少数股东损益	(16)	(8)	56	56	56
其他流动负债	8034	10967	13698	16985	20847	归属于母公司净利润	1854	1950	1701	2621	3406
流动负债合计	8200	11222	14040	17416	21371						
长期借款及应付债券	15	133	133	133	133	财务指标	F2017	F2018	F2019E	F2020E	F2021E
其他长期负债	0	0	0	0	0	盈利能力					
长期负债合计	15	133	133	133	133	ROE	16%	15%	11%	15%	16%
负债合计	8215	11355	14173	17549	21504	毛利率	58%	56%	56%	56%	56%
股本	10	11	11	11	11	营业利润率	44%	46%	46%	45%	44%
股东权益	11450	12697	14916	17995	21963	销售净利率	15%	12%	8%	10%	10%
负债和股东权益总计	19942	25495	30587	37099	45079	成长能力					
						营业收入增长率	29%	31%	33%	26%	22%
						营业利润增长率	40%	-2%	21%	38%	33%
						净利润增长率	29%	5%	-13%	54%	30%
						偿债能力					
						资产负债率	41%	45%	46%	47%	48%
						流动比	1.93	1.68	1.60	1.59	1.62
						速动比	1.91	1.66	1.57	1.57	1.59
						每股指标与估值	F2017	F2018	F2019E	F2020E	F2021E
						每股指标					
						EPS	11.74	12.30	10.67	16.20	20.73
						BVPS	74.23	89.18	102.95	120.81	143.53
						估值					
						P/E	31.49	30.05	34.64	22.81	17.82
						P/B	4.98	4.14	3.59	3.06	2.57
						P/S	4.78	3.67	2.78	2.24	1.87

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入:	个股预期未来 6-12 个月内的涨幅 (复权后) 大于 20%
增持:	个股预期未来 6-12 个月内的涨幅 (复权后) 介于 5%到 20%之间
中性:	个股预期未来 6-12 个月内的波动幅度 (复权后) 介于-5%到 5%
卖出:	个股预期未来 6-12 个月内的跌幅 (复权后) 大于 5%

联系我们

联系地址: 上海市浦东新区张杨路 500 号华润时代广场 12 楼 A2BC
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

机构销售团队:

徐青	上海	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
戴茂戎	上海	区域销售总监	13585757755	daimaorong@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
董家华	上海	高级机构销售	14782171026	dongjiahua@research.xbmail.com.cn
程琰	上海	高级机构销售	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
程瑶	上海	高级机构销售	13581671012	chengyao@research.xbmail.com.cn
李思	全国	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	机构销售助理	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
李书聪	上海	机构销售助理	18721871307	lishucong@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	机构销售助理	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
夏一然	北京	高级机构销售	15811140346	xiayiran@research.xbmail.com.cn
朱晓敏	上海	非公募销售总监	15800560626	zhuxiaomin@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	非公募资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。