

**持有****超预期完成覆盖城市目标 市场巨大助力公司腾飞****新东方在线 (1797. HK)**

2020-01-21 星期二

**投资要点**

目标价: **25.3 港元**  
 现价: 24.6 港元  
 预计升幅: 2.3%

**收入增长稳健，新业务扩张导致整体持续亏损：**

2019 财年上半年（截止 11 月 30 日）收入 5.68 亿元，同比增长 19%。期间公司付费学生人次 131.7 万人，同比增长 19.3%。公司付费学生人次平均开支为 425 元，期内公司经调整净亏损 5625 万元，经调整净亏损率 9.9%，去年同期为盈利 3143 万元。

**重要数据**

日期	2020-01-20
收盘价 (港元)	24.6
总股本 (百万股)	936
总市值 (百万港元)	23,131
净资产 (百万元)	2,713
总资产 (百万元)	3,791
52 周高低 (港元)	25.8/7.56
每股净资产 (港元)	2.89

数据来源: Wind、国元证券整理

**大学业务战略调整，业务转型阵痛拉低收入增长：**

公司大学业低于预期主要原因有两个：一是因为公司人员变动，从而对大学备考及海外备考业务框架进行调整，二是公司优化大学业务产品线，对大学业务产品进行精简和转型，新产品仍然在研发过程，因此导致整体大学业务出现暂时性转型阵痛，虽然公司收入短期有较大的增长压力，但用户体验及口碑进一步提升和巩固，对客户产期单价水平提升将产生十分积极的作用。

**K12 业务保持快速扩张，市场蕴含巨大潜力：**

上半年在线大班、东方优播、私播课分别实现收入约 5500 万、6200 万、1200 万，同比分别增长 61%、210%及下降 44%。东方优播收入占比首次超过在线大班业务成为 K12 业务核心贡献板块，优播目前已经覆盖 128 个城市，新增 65 个城市，提前完成增长目标，公司将提高全年扩张目标至 80 个城市，同时未来两年（2021 财年至 2022 财年）均保持每年 80 至 100 个新城市覆盖目标，对未来 K12 业务高速增长提供了强力支撑。

**主要股东**

新东方 (53.40%)  
 腾讯 (9.89%)  
 景林 (5.66%)

**相关报告**

首发报告-20191031

**给予“持有”评级：**

我们持续看好中国下线城市互联网教育模式，广阔的市场空间及成熟的的品牌是公司未来高速增长的持续动力，因此对公司业务需以较长远的预期进行估值。综合来看，结合各业务估值及期末现金，公司对应市值为 237 亿港元，昨日收盘市值 231 亿港元，给予“持有”评级。

百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	650	919	992	1,305	1,688
同比增长	45.77%	41.27%	7.97%	31.50%	29.39%
毛利率	61.18%	55.11%	52.65%	53.47%	56.31%
净利润	82	-64	-219	-204	-99
同比增长	-11.05%	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润率	12.61%	-6.98%	-22.05%	-15.67%	-5.86%
PE@24.6HKD	189.7	N/A	N/A	N/A	N/A

数据来源: wind、国元证券预测

**研究部**

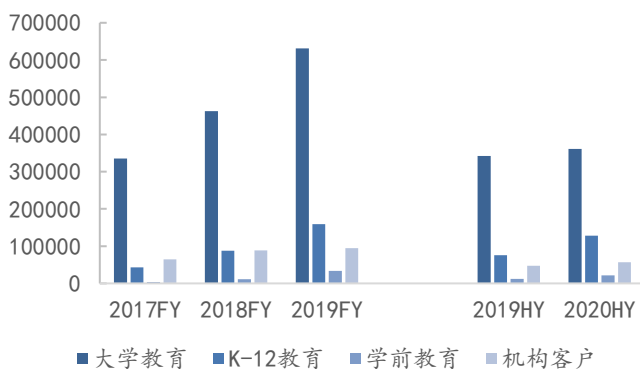
姓名: 李承儒  
 SFC: BLN914  
 电话: 0755-21519182  
 Email: licr@gyzq.com.hk

## 报告正文

### 公司扩张步伐持续迈进 K12 业务增长迅速：

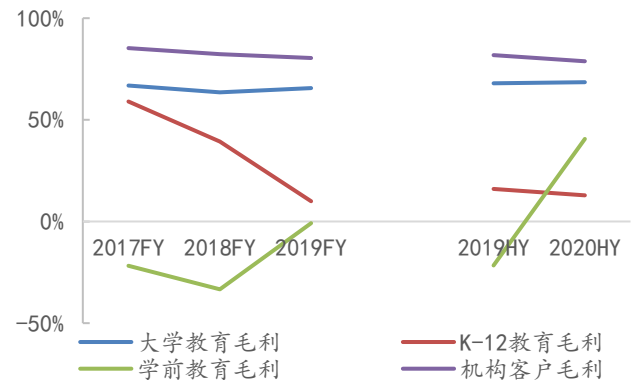
2019 财年上半年（截止 11 月 30 日）收入 5.68 亿元，同比增长 19%。分开业务来看，大学业务收入 3.61 亿元，同比增长 5.5%，略微低于预期；K12 业务收入 1.28 亿元，同比增长 69.4%，超过我们预期；学前教育业务收入 2150 万元，同比增长 72.8%；机构客户业务收入 5660 万元，同比增长 19.9%。期间公司付费学生人次 131.7 万人，同比增长 19.3%。其中大学教育 52.6 万人，同比下降 15.3%，低于预期；K12 教育 75.5 万人，同比增长 159%，超过此前预期；学前教育 3.6 万人，同比下降 81%，低于预期。公司付费学生人次平均开支为 425 元，其中大学教育 1128 元，同比增长 56%；K12 教育 1040 元，同比增长 7.5%；学前教育正式课程为 153 元，同比增长 75.9%。期内公司经调整净亏损 5625 万元，经调整净亏损率 9.9%，去年同期为盈利 3143 万元。

图 1：公司收入情况（千元）



资料来源：公司年报、国元证券整理

图 2：毛利率保持平稳



资料来源：公司年报、国元证券整理

### 大学业务战略调整，业务转型阵痛拉低收入增长：

上半财年，公司大学业务收入同比增长 5.5%，低于我们此前 10% 左右的增长预期，主要原因有两个：一是因为公司人员变动，从而对大学备考及海外备考业务框架进行调整，公司将原来英语产品线并入大学备考，二是面对激烈的市场竞争环境，公司决定改善目前大学业务产品线，对大学业务老产品进行精简和转型，但是新产品仍然在研发过程，因此导致整体大学业务出现暂时性转型阵痛。公司同时计划未来将大学业务的兼职教师逐步转换为全职教师以提升产品质量。我们预计经过此次调整后，虽然公司收入短期有较大的增长压力，但是大学备考及海外备考业务产品将得到较大升级，用户体验及口碑进一步提升和巩固，对客户产期单价水平提升将产生十分积极的作用，收入增长将重回 20% 以上常态。

### **K12 业务保持快速扩张，市场蕴含巨大潜力：**

上半年在线大班、东方优播、私播课分别实现收入约 5500 万、6200 万、1200 万，同比分别增长 61%、210% 及下降 44%。东方优播收入占比首次超过在线大班业务成为 K12 业务核心贡献板块，目前已经覆盖 23 个省份的 128 个城市，而公司原先对东方优播扩张计划是在 2020 财年扩张 60 个新城市，上半财年已经完成扩张 65 个城市，而且新开城市数据表现均良好，因此证明下沉市场对公司的服务产品存在较大需求，因此公司将提高全年扩张目标至 80 个城市，同时未来两年（2021 财年至 2022 财年）均保持每年 80 至 100 个新城市覆盖目标，争取三年内完成公司目标区域全覆盖，广阔的市场空间为未来 K12 业务高速增长提供了强力支撑。

### **持续打造一流教师团队，铸造在线 K12 教育金招牌：**

随着公司对旗下业务调整完成，大学业务将专注国内大学备考和海外备考，K12 业务专注双师大班和东方优播小班，而学前业务则专注优化多纳 APP，各业务线发展轨迹将重新理顺，而未来公司业务将透过更优质的教学体验及产品结构拓展至更多城市。特别是 K12 业务，将是未来公司发展的重心，公司将根据各地方学校具体情况因材施教，研发一系列适合当地的课程内容，而且未来将在更多地区建立教学培训中心，同时招揽更多优秀教师进入体系。根据公司的扩张计划，K12 大班目前有 100 多个全职老师，助教约 1000 多人，未来将增加全职老师数量，预计大班全职教师将增加至 200 人。东方优播小班业务全职教师约 500 人，随着覆盖城市不断铺开，预计 2020 财年末将增加至 1200 个。

### **给予“持有”评级：**

总体来看，大学业务正在战略调整，短期该业务增长有较大不确定性；K12 业务中大班业务快速增长，小班业务更是井喷式爆发，各项成本费用均大幅提升，因此短期亏损是必然结果。目前覆盖城市目标已经提前完成，下沉城市市场蕴含巨大潜力。我们持续看好中国下线城市互联网教育模式，广阔的市场空间及成熟的品牌是公司未来高速增长的持续动力，因此对公司业务需以较长远的预期进行估值。大学教育及机构客户业务成熟，净利润水平预计约 18% 左右，给予大学业务 2022 财年 30 倍 PE，对应估值 60 亿港元。K12 业务目前亏损，但市场空间巨大且收入增长强劲，2022 财年收入预计达到 6.3 亿元，给予 2022 财年 20 倍 PS，对应估值 141.5 亿港元。学前教育业务目前体量较小，但是公司精简人员后业务也出现盈利的迹象，给

予 10 倍 2022 财年 PS，对应估值 7.39 亿。综合来看，结合期末现金 28 亿港元，公司对应市值为 237 亿港元，目前市值 239 亿港元，给予“持有”评级。

电话会议管理层问答环节：

Q：K12 收入中东方优播和大班分别占比

A：大班收入 5500 万，东方优播收入 6100 万，大班收入增速 61%，东方优播增速 208%，私播课 1200 万。整体 K12 增长率是 69%，K12 大班毛利率 16%，比去年 25% 降低，主要是入口班增多拉低了客单价，2020 财年暑期做了很多低价班，影响毛利率，东方优播去年上半年毛利率是 -25%，今年 5.3%，成熟城市占比逐渐提升，收入贡献增加，毛利率提升。

Q：东方优播扩展全年扩展目标

A：东方优播进入第四年，目前商业模式已经跑通，随着整体去年暑期公司收购其剩余 49%，会更好的利用集团品牌来招聘更多的老师和店长。目前上半年已经新增 65 个覆盖城市，预计下半财年进入更多的城市，全年预计 80 至 100 个，预计未来两年也会维持这一速度，利用 2~3 个财年达成目标区域全覆盖。未来会不会进一步下沉，要看更下沉的市场对互联网的接受程度。小班市场目前来看潜力会非常大，无论是高线还是低线城市，因为这种模式教学效果最好，老师和学生互动明显优于其他在线教学模式。

Q：大班业务在激烈的市场竞争中的优势

A：双师大班市场竞争非常激烈，新东方在线在双师大班领域是个后来者，目前的优势：（1）在优秀的管理团队领导下的战略发展有清晰的指引性和可操作性，新东方在线在双师大班从暑假开始以老师为战略核心开展工作，在教师招聘、培训、成长提升倾注大量心血，相信在教学经验、教师团队打造不断提升，未来增长后劲强。（2）公司企业文化有重要作用，大班模式中辅导老师规模大，规模在快速做大过程中。面临着数量与质量寻求平衡的挑战，短期可以把规模加大，但是长期的团队品质、稳定性、保持教师团队增长稳定性，企业文化发展十分有利。

Q：东方优播的扩张模式

A：东方优播进入第四年，第一批 8 个城市，第二批 18 个城市，第三批 35 个城市，增长非常好，第一批城市进入第四年的运营，到今年结束就是三个完整财年，都能贡献利润，第二批沿着第二批的轨道在走，甚至更好，因此决定进一步

拓展業務。小班互聯網教學被當地非常認可，現在看到市場需求旺盛，拓展更多的城市，分四個大區，系統支持到位，決定進一步加速東方優播的發展。預計今年全年第一批城市的 GP 會達到 20%-30%，第二批城市在 10%-20%，第三批城市會在 10% 左右，每年會有一個 10% 左右的跳升。其次，利潤進一步提升的空間還是比較大的。因為一般要經過三年，課程才能覆蓋滿 9 個年級，同時學生也在擴科，班均人數也在逐年上升。預期在第四年、第五年，在一個城市的業務成熟時總體 GP 會在 60%-65%。

Q: 東方優播的獲客成本

A: 班均人數要分低價班和正價班。今年下半年，東方優播毛利率提升很快，這是因為低價班班均人數由 17 人提升到 23 人；正價班方面，一般第一年 9 人，第二年會提升到 14 人左右，第三財年在 20 人左右。在其他成本不增加的情況下，學生人數增長對於 Margin 提升起了作用。關於獲客成本方面，整體的獲客成本低於其他家很多，上半年整體的銷售費用只上漲了 25%，並且主要是招聘客服，體驗店銷售人員等人員成本，而市場投入基本上相比較去年沒有增加。按照傳統方法計算，公司獲客成本總體來說低於去年，大約 100 多元/人。

Q: 最新暑假班的轉化率

A: 整體暑期低轉化率比較穩定在 15~20%，正價續班率在逐漸提升，預計未來每年續班率都在 1~2% 速度提升。

Q: 在即將到來的暑假的營銷費用

A: 今年暑期的投放還是一個未知數。由於 K12 大班課市場每天都在變化，公司要做的首先還是把自己的產品打造好。第一，投入應該是會基於我們的產品以及目前這個寒假的效果；第二是基於下一個暑假時的市場情況，所以目前還沒有一個清晰的數字。但是公司的原則是，在產品打磨好之後肯定会加大在這個暑期的市場投入，因此在這個財年公司會加大對市場的投入。

Q: 目前 K12 老師的規模及東方優播業務教師團隊規劃

A: K12 大班方面，目前有 100 多個全職，助教大概 1000 多人，下半年老師和助教的人數會增加。東方優播有全職老師 500 人，財年末預計會增加到 1200 個。因為小班教學需要更多的教師供給，但這也是公司小班教學的優勢。因為在培訓行業，只有新東方能大量的招聘和培養老師。目前來看，老師上的問題還不是公司的發展瓶頸。

## 财务报表摘要

### 财务报表摘要

#### 损益表

<百万元>, 财务年度截至<六月>

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>收入</b>	<b>650</b>	<b>919</b>	<b>992</b>	<b>1,305</b>	<b>1,688</b>
成本	(253)	(413)	(470)	(607)	(738)
<b>毛利</b>	<b>398</b>	<b>506</b>	<b>522</b>	<b>698</b>	<b>951</b>
其他收入	73	142	6	7	7
销售费用	(224)	(444)	(427)	(522)	(591)
研发费用	(100)	(148)	(159)	(209)	(270)
管理费用	(116)	(179)	(159)	(209)	(270)
联营收益	2	3	3	4	4
<b>除税前溢利</b>	<b>93</b>	<b>(75)</b>	<b>(219)</b>	<b>(204)</b>	<b>(99)</b>
所得税	(11)	11	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>82</b>	<b>(64)</b>	<b>(219)</b>	<b>(204)</b>	<b>(99)</b>
<b>增长</b>					
总收入 (%)	45.8%	41.3%	8.0%	31.5%	29.4%
净利润 (%)	-11.0%	-178.2%	N/A	N/A	N/A

#### 资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<六月>

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
物业, 厂房及设备	21	30	35	42	50
联营公司权益	67	84	84	84	84
长期投资	125	147	147	147	147
递延税项资产	5	28	28	28	28
按金	3	6	6	6	6
<b>固定资产合计</b>	<b>221</b>	<b>294</b>	<b>299</b>	<b>306</b>	<b>314</b>
应收账款	33	35	38	50	65
预付款项	69	82	88	116	150
金融资产	388	360	360	360	360
货币资金	709	2,498	2,272	2,130	2,066
<b>流动资产合计</b>	<b>1,200</b>	<b>2,975</b>	<b>2,758</b>	<b>2,657</b>	<b>2,641</b>
应付账款	29	42	47	61	74
负债合同	333	401	365	378	367
退款责任	9	19	21	28	36
应计费用	159	220	250	323	393
应交所得税	1	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>531</b>	<b>682</b>	<b>684</b>	<b>790</b>	<b>870</b>
递延税项负债	11	17	18	23	30
<b>长期负债合计</b>	<b>11</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>23</b>	<b>30</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>878</b>	<b>2,570</b>	<b>2,356</b>	<b>2,149</b>	<b>2,054</b>

#### 财务分析

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	61.2%	55.1%	52.7%	53.5%	56.3%
EBITDA 率 (%)	14.2%	-8.2%	-22.1%	-15.7%	-5.9%
净利率 (%)	12.6%	-7.0%	-22.1%	-15.7%	-5.9%
ROE	9.3%	-2.5%	-9.3%	-9.5%	-4.8%
<b>营运表现</b>					
费用/收入 (%)	67.7%	83.8%	75.0%	72.0%	67.0%
实际税率 (%)	11.5%	14.5%	0.0%	0.0%	0.0%
应收账款天数	18	14	14	14	14
应付账款天数	41	36	36	36	36
<b>财务状况</b>					
负债/权益	1.37	1.16	1.17	1.24	1.29
收入/总资产	0.46	0.28	0.32	0.44	0.57
总资产/权益	1.62	1.27	1.30	1.38	1.44

#### 现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<六月>

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>除税前收益</b>	<b>93</b>	<b>(75)</b>	<b>(219)</b>	<b>(204)</b>	<b>(99)</b>
非现金调整	(69)	(81)	(4)	(4)	(4)
资本变动	140	135	1	61	30
已付所得税及利息	(15)	(4)	1	6	7
<b>经营活动现金流</b>	<b>149</b>	<b>(25)</b>	<b>(220)</b>	<b>(142)</b>	<b>(66)</b>
投资变动	540	51	0	0	0
其他金融资产变动	(12)	(14)	0	0	0
购买固定资产	(19)	(21)	(20)	(25)	(29)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(31)</b>	<b>(35)</b>	<b>(20)</b>	<b>(25)</b>	<b>(29)</b>
实缴资本变动	(586)	0	0	0	0
融资	591	1,702	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>6</b>	<b>1,702</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>现金变化</b>	<b>124</b>	<b>1,643</b>	<b>(240)</b>	<b>(166)</b>	<b>(95)</b>
期初持有现金	42	709	2,498	2,272	2,130
汇兑变化	3	95	15	25	30
<b>期末持有现金</b>	<b>169</b>	<b>2,447</b>	<b>2,272</b>	<b>2,130</b>	<b>2,066</b>

# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪(香港)有限公司简称"国元证券"制作,国元证券为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料,但国元证券及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用,不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见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任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前,应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求,并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果,国元证券及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期,国元证券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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致,相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指,投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下,国元证券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,投资者应当考虑到国元证券及/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。

本报告的版权仅为国元证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电 话: (852) 3769 6888  
传 真: (852) 3769 6999  
服务热线: 400-888-1313  
公司网址: <http://www.gyzq.com.hk>