

买入

K12 业务利润率提升将是未来主旋律

新东方在线 (1797.HK)

2021-02-25 星期四

目标价: **28 港元**
 现价: 22.35 港元
 预计升幅: 25%

重要数据

日期	2021-02-25
收盘价 (港元)	22.35
总股本 (百万股)	940
总市值 (百万港元)	23,343
净资产 (百万港元)	2,026
总资产 (百万港元)	3,314
52 周高低 (港元)	43.45/21.80
每股净资产 (港元)	2.16

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

新东方 (55.20%)

投资要点

➤ K12 业务保持高速增长，成本费用持续投入：

上半财年公司实现收入 6.76 亿元，同比增长 19.2%，总付费学生人次同增 62.5% 至 214 万人次，ASP 为 369 元，从各业务付费学生人次的变化来看，K-12 教育分部已成为新东方在线的重要增长动力。上半年毛利率为 22.6%，去年同期为 45.6%，公司营销费用的大幅增长 76.7%。研发开支同比增长 81.6%，行政开支同比增加 62.6%，最终公司上半财年净利润为亏损 6.74 亿元。

➤ 大学业务仍在调整期，K12 业务低价班策略持续吸引新生：

分业务来看，大学教育分部收入同比减少 19.1%，该减少主要是由于公司上一财年对主要产品线进行调整及提升，以及疫情持续对海外考试及旅游产生负面影响。K-12 教育收入同比 162.9% 至 3.37 亿元，K-12 大班及东方优播均保持高速的成长态势。

➤ 优播业务覆盖城市已经接近完成，未来关注业务利润率提升：

公司 K12 业务目前仍在快车道上高速成长，大班业务已经在 100 个城市进行地推招生，并与东方优播小班一起推出组合产品，东方优播已经进入中国 26 个省的 271 个城市，已经接近完成覆盖 300 个城市的目标。

➤ 维持“买入”评级，目标价 28 港元：

我们持续看好中国下线城市互联网教育模式，下沉城市市场蕴含巨大潜力，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。新东方在线拥有较强的品牌和集团高度支持，未来在当前激烈的市场竞争环境下较其他竞争者有更好的竞争优势。我们采用分部估值法给予公司对应市值为 279 亿港元，对应股价 28 港元，有 25% 的上升空间，维持“买入”评级。

百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	919	1,081	1,508	2,144	2,865
同比增长	41.27%	17.59%	39.55%	42.20%	33.60%
毛利率	55.11%	45.63%	44.35%	39.52%	41.84%
净利润	-64	-758	-1,476	-894	-745
同比增长	-178.16%	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润率	-6.98%	-70.17%	-97.86%	-41.71%	-26.00%
PE	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gzq.com.hk

报告正文

K12 业务保持高速增长，成本费用持续投入：

截至 2020 年 11 月 30 日上半财年，新东方在线实现收入 6.76 亿元，同比增长 19.2%，总付费学生人次同增 62.5%至 214 万人次，ASP 为 369 元，从各业务付费学生人次的变化来看，K-12 教育分部已成为新东方在线的重要增长动力。上半年毛利率为 22.6%，去年同期为 45.6%，毛利率大幅下降的原因主要是由于公司 K12 业务高速扩张，公司为了提升教学质量和用户体验大幅增加了教师数量，导致上半财年人员薪酬成本大幅增长。另外由于公司上半年成立多渠道营销团队来推广 K12 在线产品，线上及线下的销售投入较去年有较大提升，主要体现在公司销售员工数量大幅提升，使得公司营销费用的大幅增长 76.7%。研发开支同比增长 81.6%，主要由于公司增加了更多的研发人员、技术人员及工程师以支持业务扩张。行政开支同比增加 62.6%，主要由于股份酬金开支增加所致。最终公司上半财年净利润为亏损 6.74 亿元。

大学业务仍在调整期，K12 业务低价班策略持续吸引新生：

分业务来看，大学教育分部收入同比减少 19.1%，该减少主要是由于公司上一财年对主要产品线进行调整及提升，以及疫情持续对海外考试及旅游产生负面影响。大学教育分部的付费学生人次由截去年同期 52.6 万人减少至 29.9 万人，但是公司进一步改善了产品结构，业务更加专注于高价位及更密集的大学备考及海外备考业务，使 ASP 由去年同期 1,128 元增加 1,282 元。

K-12 教育收入同比 162.9%至 3.37 亿元，K-12 大班及东方优播均保持高速的成长态势。上半年公司继续实施多元化课程设置策略，加强教学、辅导、课程研究及产品创新能力，同时保持低价班的策略不变。K-12 教育的付费学生人次同比增加 143.4%至 180 万人，而大班课程及东方优播课程的付费学生人次分别同比增长 134.4%及 170.3%。K12 教育正式课程 ASP 为 892 元，同比下滑 14.2%，主要由于东方优播加大了课程折扣力度来获取新学生。

K12 优播业务覆盖城市已经接近完成，未来关注业务利润率提升：

公司 K12 业务目前仍在快车道上高速成长，首先大班业务已经在 100 个城市进行地推招生，并与东方优播小班一起推出组合产品，用户选择将更加多元化。另外公司推出 AI 在线课程，为学生创造沉浸式学习体验，不断提高学生的学习效率及成绩。另外公司开始往线下铺设销售渠道，实施差异化营销策略，通过线上及线下营销策略相结合，将有效提高公司产品竞争力。东方优播目前已经进入中国 26 个省的 271 个城市，上半年新进入 99 个新城市，并在全国九个城市建立教

师培训中心，总体已经接近完成覆盖 300 个城市的目标。2022 财年东方优播业务的发展重点是深耕已经进入的城市，提升利润率水平和业务运营效率。

维持买入评级，目标价 28 港元：

总体来看，上半年 K12 业务中大班业务、东方优播快速扩张，而为了提高去年获取的巨大流量的转化率，公司各项成本费用有大幅提升，让公司 2021 财年亏损额较此前预期要提高不少。目前公司 K12 覆盖城市数量目标已经基本完成，如何提高正价班付费学生转化率及获取新进入城市潜在学生将是公司主要运营目标。我们持续看好中国下线城市互联网教育模式，下沉城市市场蕴含巨大潜力，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。新东方在线拥有较强的品牌和集团高度支持，未来在当前激烈的市场竞争环境下较其他竞争者有更好的竞争优势。综上，我们采用分部估值法给予大学业务 2022 财年 20 倍 PE，K12 业务 2022 财年 19 倍 PS，学前教育 5 倍 2022 财年 PS，公司对应市值为 279 亿港元，对应股价 28 港元。目前市值 223 亿港元，有 25% 的上升空间，维持“买入”评级。

财务报表预测

财务报表摘要

损益表

<百万元>, 财务年度截至<五月三十一>

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	919	1,081	1,508	2,144	2,865
成本	(413)	(588)	(839)	(1,297)	(1,666)
毛利	506	493	669	847	1,199
其他收入	142	194	7	7	8
销售费用	(444)	(872)	(1,282)	(1,072)	(1,117)
研发费用	(148)	(317)	(603)	(386)	(516)
管理费用	(179)	(333)	(619)	(402)	(532)
联营收益	3	(2)	0	0	0
除税前溢利	(75)	(715)	(1,429)	(843)	(688)
所得税	11	(43)	(47)	(52)	(57)
净利润	(64)	(758)	(1,476)	(894)	(745)

增长

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总收入 (%)	41.3%	17.6%	39.5%	42.2%	33.6%
净利润 (%)	-178.2%	N/A	N/A	N/A	N/A

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<五月三十一>

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
物业、厂房及设备	30	82	45	58	73
联营公司权益	84	82	84	84	84
长期投资	147	183	147	147	147
递延税项资产	28	0	0	0	0
按金	6	14	6	6	6
其他固定资产		347	347	347	347
固定资产合计	294	708	628	641	656
应收账款	35	42	59	83	111
预付款项	82	71	99	141	188
金融资产	360	278	353	353	353
存款		1,471	0	0	0
货币资金	2,498	480	2,480	1,967	1,416
流动资产合计	2,975	2,341	2,990	2,544	2,068
应付账款	42	34	49	75	97
负债合同	401	420	480	593	610
退款责任	19	36	51	72	97
应计费用	220	344	491	759	975
流动负债合计	682	834	1,071	1,500	1,778
长期负债合计	17	274	284	299	316
股东权益合计	2,570	1,864	2,186	1,309	552

财务分析

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
毛利率 (%)	55.1%	45.6%	44.3%	39.5%	41.8%
EBITDA 率 (%)	-8.2%	-66.2%	-94.7%	-39.3%	-24.0%
净利率 (%)	-7.0%	-70.2%	-97.9%	-41.7%	-26.0%
ROE	-2.5%	-40.7%	-67.5%	-68.3%	-134.9%

营运表现

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
费用/收入 (%)	83.8%	140.9%	166.1%	86.7%	75.6%
实际税率 (%)	14.5%	-6.0%	-3.3%	-6.1%	-8.3%
应收账款天数	14	14	14	14	14
应付账款天数	36	21	21	21	21

财务状况

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债/权益	1.16	1.26	1.37	1.94	3.75
收入/总资产	0.28	0.35	0.42	0.67	1.05
总资产/权益	1.27	1.64	1.65	2.43	4.93

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<五月三十一>

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
除税前收益	(75)	(715)	(1,429)	(843)	(688)
非现金调整	(81)	4	2	6	(8)
资本变动	135	150	194	356	200
已付所得税及利息	(4)	40	10	15	17
经营活动现金流	(25)	(521)	(1,222)	(466)	(479)
投资变动	51	0	0	0	0
其他金融资产变动	(14)	61	0	0	0
购买固定资产	(21)	(24)	(32)	(47)	(72)
存款变动	0	(1,471)	1,471	0	0
投资活动现金流	16	(1,433)	1,438	(47)	(72)
实缴资本变动	0	(135)	0	0	0
融资	1,702	0	1,783	0	0
融资活动现金流	1,702	(135)	1,783	0	0
现金变化	1,694	(2,090)	2,000	(513)	(551)
期初持有现金	709	2,498	480	2,480	1,967
汇兑变化	95	73	0	0	0
期末持有现金	2,498	480	2,480	1,967	1,416



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“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）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，但国元证券经纪（香港）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，国元证券经纪（香港）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，国元证券经纪（香港）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经纪（香港）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。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）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，国元证券经纪（香港）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经纪（香港）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经纪（香港）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接收到任何形式的补偿。