

证券研究报告—动态报告

新三板

新东方网 (839896)
增持

2017 年半年报点评

(维持评级)

2017 年 08 月 30 日

股票数据

总股本/流通(百万股)
 总市值/流通(百万元)
 上证综指/深圳成指
 12 个月最高/最低(元)

3,363/10,810

证券分析师: 王念春

电话: 0755-82130407

E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120027

联系人: 刘馨竹

E-MAIL: liuxinz@guosen.com.cn

财报点评

盈利能力大幅提升, 用户数量持续高速增长

● 营收持续提升, 利润大幅增长

17 年上半年, 公司实现收入 2.28 亿元, 同比提升 33.93%, 主要因公司旗下三大在线教育平台付费学生人次同比大幅增长 81.25% 所致。收入构成方面, 2C 业务占比为国内培训占 42%, 出国培训占 33%, K12 占比 11%; 2B 业务占比约为 10%。公司净利润 3,186.94 万元, 同比大幅增长 921.21%。归属于挂牌公司股东的扣除非经常性损益的净利润和归属于挂牌公司股东的净利润分别为 3,406.91 万、3,453.72 万元。

● 盈利能力大幅提升, 期间费用优化明显

17 年上半年, 公司毛利率为 66.25%, 同比小幅下降 5.76 个百分点, 净利率为 13.96%, 同比大幅上升 12.83 个百分点。公司毛利率下滑主要因加大师资队伍投入力度以及 K12 教辅成本提高。上半年公司期间费用为 1.30 亿元, 同比增长 20.33%, 期间费率为 57.05%, 比去年同期小幅下降 6.45 个百分点, 各项费用进一步优化。

● 加大产品技术投入, 强化市场领先地位

公司持续增加投入, 开拓 K12 业务领域及移动端新型产品, 大幅提升了学员的满意度, 同时打造四六级业务作为战略性产品, 作为公司的战略性入口产品, 带动了考研和出国考试课程销售的大幅增长, 使收入持续增长。17 年上半年, 公司旗下 K12 平台东方优播已经进入了 9 个城市, 发展迅速。为强化自身考研业务的领先市场地位, 公司推出“千万名师计划”和“云私塾导师养成计划”, 以加强教师队伍建设, 加大教师梯队投入, 以提升学员满意度。

● 风险提示

公司核心业务大学生在线教育面临资本涌入、行业竞争加剧;

K12 业务模式仍待探索, 渠道下沉进度不及预期。

● 高速成长的在线教育公司, 维持“增持”评级

我们看好公司在在线教育领域领先地位, 未来随着行业整体高速增长以及龙头份额的进一步提升, 公司有望取得超越行业的增速。公司采取全学段覆盖策略, 加强在 K12、早教领域布局, 并卓有成效。预计 17/18/19 年 EPS 分别为 0.35/0.62/0.84 元, 维持“增持”评级, 建议积极关注。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	318	411	568	813	1,106
(+/-%)	47.1%	29.2%	38.4%	43.0%	36.1%
净利润(百万元)	15	57	62.73	111.49	151.39
(+/-%)	45.3%	266.7%	10.8%	77.7%	35.8%
摊薄每股收益(元)	0.09	0.31	0.35	0.62	0.84
EBIT Margin	-5.5%	11.4%	11.2%	14.4%	14.8%
净资产收益率(ROE)	5.18%	7.8%	7.9%	12.4%	14.4%
市盈率(PE)	507.2	138.3	124.8	70.2	51.7
EV/EBITDA	-16.88	159.1	128.5	71.9	52.9
市净率(PB)	26.27	10.76	9.90	8.68	7.43

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

营收持续提升，利润大幅增长

17年上半年，公司实现收入2.28亿元，同比提升33.93%，主要由公司旗下新东方在线、酷学网及新东方批改网三大在线教育平台付费学生人次同比大幅增长81.25%所致。上半年收入构成方面，2C业务占比为国内培训占42%，出国培训占33%，K12占比11%；2B业务占比约为10%。其中，国内考试、出国考试、K12付费学生人次飞速发展，分别同比增长171.16%、111.31%、144.27%。

公司净利润3,186.94万元，同比大幅增长921.21%，系公司在巩固优势产品、开拓K12业务领域及移动端新型产品的同时有效控制人工费用支出所致。

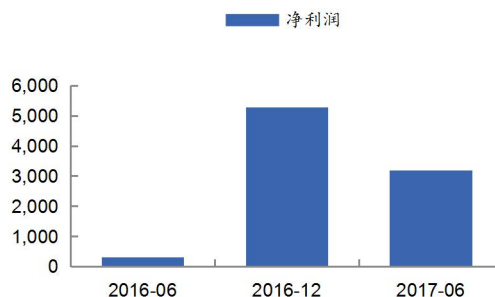
上半年，归属于挂牌公司股东的扣除非经常性损益的净利润和归属于挂牌公司股东的净利润分别为3,406.91万、3,453.72万元。

图1：公司每半年度营业收入（万元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司每半年度净利润（万元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利能力大幅提升，期间费用优化明显

17年上半年，公司毛利率为66.25%，同比小幅下降5.76个百分点，净利率为13.96%，同比大幅上升12.83个百分点。

毛利率下滑原因主要包括：（1）为强化自身考研业务的领先市场地位，公司推出“千万名师”计划，加大教师梯队投入。同时，上半年着力发展K12领域，加大K12新课程的成本投入，使得授课薪酬成本及辅导服务成本增加。

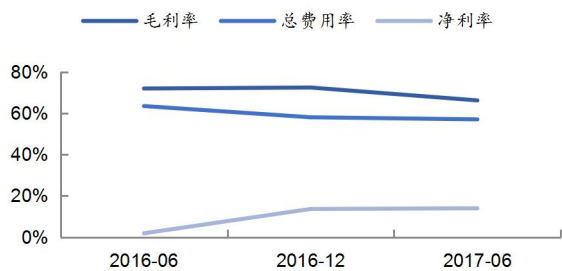
（2）打造四六级业务作为战略性产品，加大相应课程配套服务，使得课程资料成本、辅导教研成本增加。

上半年公司期间费用为1.30亿元，同比增长20.33%，期间费率为57.05%，比去年同期优化6.45个百分点。

其中，公司销售费用为7,432.20万元，同比增长22.73%，销售费用率32.56%，小幅下降2.97个百分点。公司管理费用为5,627.68万元，同比增长14.79%，管理费用率为24.65%，比去年同期优化4.11个百分点。公司财务费用为-35.96万元，比去年同期大幅减少99万元，财务费用率为-0.16%，基本保持稳定。

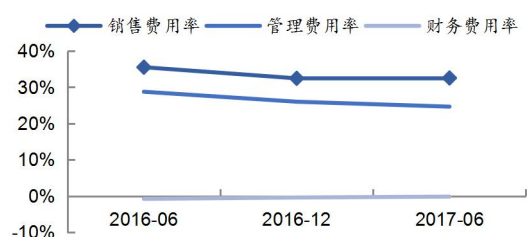
17年上半年，经营活动产生的现金流量净额为5,224.65万元，较上年同期减少817.66万元，同比降低13.53%，主要因公司增加课程成本、加大市场推广投入所致。

图 3：公司每半年度的毛利率、费用率和净利率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司每半年度销售、管理、财务费用率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

加大产品技术投入，强化市场领先地位

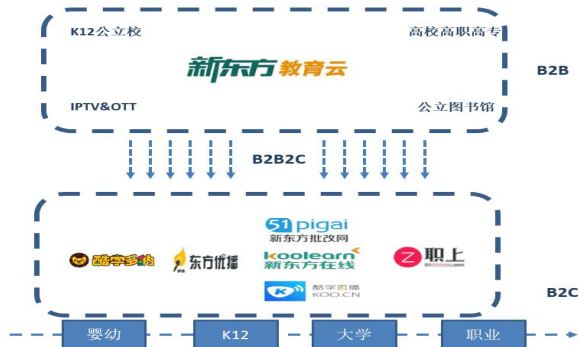
上半年，为强化自身考研业务的领先市场地位，公司宣布正式启动“千万名师”计划，打造千万名师团队，以加强教师队伍建设，加大教师梯队投入。同时，公司推出“考研云私塾”课程，并发布“云私塾导师养成计划”，以满足广大考研学员对于专业课定向辅导的需求。再者，公司投资北京时代云图图书有限责任公司，正式进入国内大学考试的图书类消费市场。此外，公司投入研发的新一代网络智能课堂系统平台和新一代在线教育直播系统均较大的阶段性成果并成功应用于教学体系，大幅提升了学员的满意度。

在 B2C 业务方面，一方面公司重新定义了四六级考试培训课程作为战略性入口产品，并实现了考研、出国考试培训服务的有力支撑，带动了考研和出国考试课程销售的大幅增长；另一方面公司按照既定的策略，推动 K12 产品和运营体系的变革，一方面加强东方优播建设，另一方面新东方在线旗下 K12 体系也加强建设。截止 17 年上半年，东方优播已经进入了 9 个城市，发展迅速。

在 B2B 业务层面，公司按照既定的策略，大力拓展新一代外语教学平台业务，上半年新增覆盖 200 余家高校客户，为未来公司高校业务的发展奠定了坚实的基础。

公司还参投了翼鸥教育、云图图书，分别在在线直播领域信息化建设、考研教辅图书方面与公司形成较好协同效应。

图 5：公司业务布局



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：教师队伍突破 2000 人次



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

高速成长的在线教育公司，维持“增持”评级

我们看好公司在在线教育领域领先地位，未来随着行业整体高速增长以及龙头份额的进一步提升，公司有望取得超越行业的增速。公司采取全学段覆盖策略，加强在 K12、早教领域布局，并卓有成效。预计 17/18/19 年 EPS 分别为 0.35/0.62/0.84 元，维持“增持”评级，建议积极关注。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E	利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	132	530	538	576	营业收入	411	568	813	1106
应收款项	10	14	20	27	营业成本	113	168	223	303
存货净额	1	1	2	3	营业税金及附加	11	15	22	29
其他流动资产	863	682	975	1328	销售费用	133	176	244	330
流动资产合计	1006	1228	1535	1933	管理费用	107	145	206	280
固定资产	8	13	16	21	财务费用	(2)	(8)	(11)	(10)
无形资产及其他	0	0	0	0	投资收益	15	0	0	0
投资性房地产	21	21	21	21	资产减值及公允价值变动	1	0	0	0
长期股权投资	4	4	4	4	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1040	1266	1577	1980	营业利润	64	72	128	174
短期借款及交易性金融负债	0	50	92	137	营业外净收支	1	0	0	0
应付款项	64	90	120	163	利润总额	65	72	128	174
其他流动负债	248	337	465	630	所得税费用	9	10	18	24
流动负债合计	313	477	678	931	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(2)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	57	63	111	151
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	0	0	0					
负债合计	313	477	678	931					
少数股东权益	(1)	(2)	(3)	(5)					
股东权益	728	791	902	1053					
负债和股东权益总计	1040	1266	1577	1980					

现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	57	63	111	151
资产减值准备	(2)	(1)	(1)	(1)
折旧摊销	5	1	1	1
公允价值变动损失	(1)	0	0	0
财务费用	(2)	(8)	(11)	(10)
营运资本变动	(640)	291	(142)	(153)
其它	2	0	(1)	(1)
经营活动现金流	(581)	354	(31)	(2)
资本开支	(2)	(5)	(4)	(5)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	5	(5)	(4)	(5)
权益性融资	373	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	0	0	0	0
其它融资现金流	3	50	42	45
融资活动现金流	376	50	42	45
现金净变动	(201)	399	7	38
货币资金的期初余额	332	132	530	538
货币资金的期末余额	132	530	538	576
企业自由现金流	(598)	341	(44)	(15)
权益自由现金流	(595)	399	7	38

关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.31	0.35	0.62	0.84
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	12.13	13.18	15.03	17.56
ROIC	8%	9%	22%	23%
ROE	8%	8%	12%	14%
毛利率	72%	71%	73%	73%
EBIT Margin	11%	11%	14%	15%
EBITDA Margin	12%	11%	15%	15%
收入增长	29%	38%	43%	36%
净利润增长率	267%	11%	78%	36%
资产负债率	30%	38%	43%	47%
息率				
P/E	138.3	124.8	70.2	51.7
P/B	10.8	9.9	8.7	7.4
EV/EBITDA	159.1	128.5	71.9	52.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20% 以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20% 之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10% 以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10% 以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）	华东区（机构销售二部）	华南区（机构销售三部）	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 18602117915 tangjwen@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
许婧 18600319171 xujing1@guosen.com.cn	张欣慰 18701930016 zhangxinw@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	梁佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
王玮 15901057831 wangwei3@guosen.com.cn	梁扶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	刘紫微 13828854899 liuziw@guosen.com.cn	吴翰文 18681572396 wuhw@guosen.com.cn
王艺汀 18311410580 wangyit@guosen.com.cn	吴国 15800476582 wuguo@guosen.com.cn	赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	陈俊儒 13760329487 chenjunru@guosen.com.cn
陈雪庆 18911132721 chenxueq@guosen.com.cn	金锐 13764958911 jinrui@guosen.com.cn	简洁 15823925035 jianjie1@guosen.com.cn	邓怡秋 15986625526 dengyiq@guosen.com.cn
杨云崧 18610043360 yangys@guosen.com.cn	倪婧 18616741177 nijing@guosen.com.cn	牛恒 17888837219 niuheng@guosen.com.cn	
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	林若 15618987024 linruo@guosen.com.cn	王灿 13247504850 wangcan@guosen.com.cn	
詹云 15281619128 zhanyun@guosen.com.cn	张南威 13918188254 zhangnw@guosen.com.cn	欧子炜 18682182659 ouzw@guosen.com.cn	
边玮维 13521850202 bianyw@guosen.com.cn	周鑫 18621315175 zhouxin@guosen.com.cn		
	丛明浩 13162040999 congmihao@guosen.com.cn		
	李杨 17301786715 liyang10@guosen.com.cn		