

文化传媒行业动态点评

# 监管趋严下的龙头扩张, FY19Q2新东方教学点增加及指引好于预期

2019 年 01 月 23 日

## 【事项】

- ◆ 2019 年 1 月 22 日, 新东方发布 FY19Q2 业绩。本季度, 新东方收入 YOY+27.8% 达到 5.97 亿美元, 经营亏损 YOY+118.5% 达到 2860 万美元, 归母净亏损 YOY+500% 达到 2580 万美元, Non-GAAP 归母净利润 YOY+69.2% 达到 2300 万美元, 而调整项主要包括 SBC 及长期投资亏损的 3510 万美元。
- ◆ 公司业绩增长由 K12 业务驱动。FY19Q2 新东方 K12 业务收入增加 38% (或 44% 以人民币计), 其中 POP Kids 收入增加 35% (或 41% 以人民币计), 报名人次增加 19%, 主要受到报名窗口的影响; U-Can 增加 39% (或 46% 以人民币计), 报名人次增加 34%。所有考培辅导课程的报名人次 YOY+23.6% 达到 232.08 万人。
- ◆ FY19Q2, 新东方在现有城市新净增 24 个教学点, 并扩张进入金华; 教学面积 YOY+30% 或 QOQ+5%。
- ◆ 公司指引 FY19Q3 收入在 7.70-7.93 亿美元, 同比增加 25%-28%; 全年教学点的面积增加到 20%-25% 之间。

**东方财富证券**  
Eastmoney Securities  
挖掘价值 投资成长

强于大市 (维持)

东方财富证券研究所

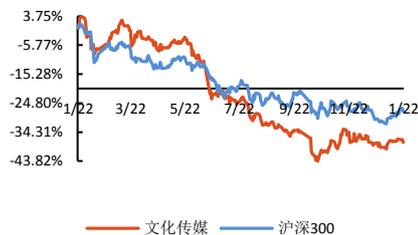
证券分析师: 何玮

证书编号: S1160517110001

联系人: 宋璿

电话: 021-23586480

相对指数表现



相关研究

《第二批过审游戏公布, 进程早于市场预期》

2019. 01. 10

《审批正式落地早于预期, 将提振游戏行业情绪》

2019. 01. 02

《内地票房破 600 亿大关, 道阻且长》

2019. 01. 02

《游戏版号重发在即, 看好具研发实力龙头》

2018. 12. 24

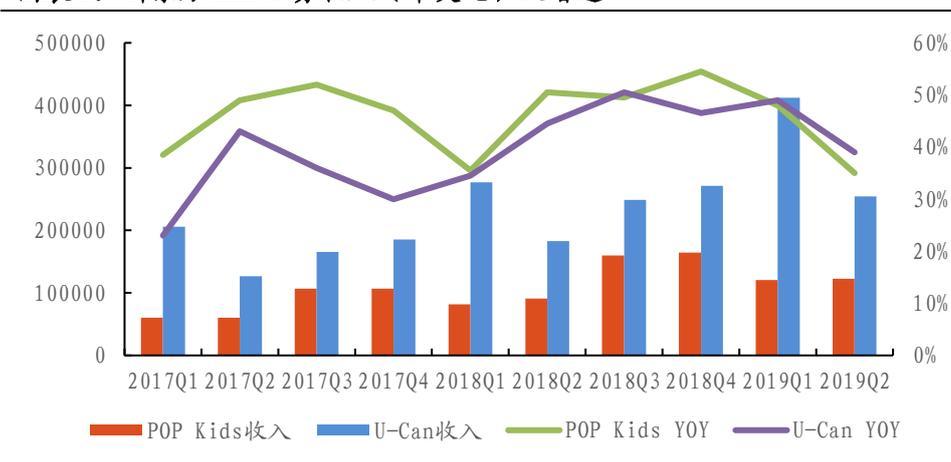
《“身在黑暗, 心向光明”》

2018. 12. 06

【评论】

FY19Q2 新东方的扩张、K12 业务的招生及收入端表现好于预期。收入端，K12 业务维持强劲增长，U-Can 及 POP Kids 均维持 30% 以上的增长。报名人数方面，受到政策影响（一次性收费不能超过 3 个月）及公司调整报名窗口期，POP Kids 报名人数回落至 19%，或在 Q3 释放；而 U-Can 保持稳健报名人数 YOY+34%。我们估算，K12 业务占比逐年提升，目前贡献公司超六成收入。

图表 1: 新东方 K12 业务收入 (千美元) 及增速



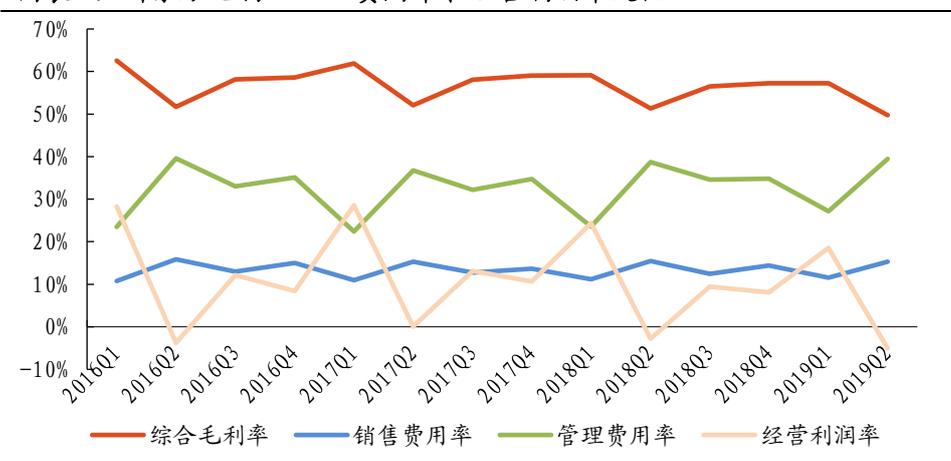
注：两项业务数据由东方财富证券研究所估算；

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

FY19Q2 新东方新进入金华并在现有城市净增加 24 个教学点（新开 48 而关闭 23 个教学场所），教学点及学校总数达到 1125 个；扩张步伐较 FY19Q1 略有提速。根据我们测算，新东方教学点产能（考试及语言培训业务收入/教学点）保持中单位数的增长，公司“Optimized Market”战略有效执行。

新东方自 FY15 重启扩张，且 FY17/FY18 扩张提速，公司整体利润率明显承压，主要由于员工数量和租金的增加；而下图可以清晰看到近年毛利及经营利润率下行趋势。FY19Q2，公司经营利润率下滑幅度有所收窄，管理层预期 FY19H2 利润率或可打住下滑趋势（同比），线下的改善可抵消线上业务的下滑。

图表 2: 新东方毛利、SG&A 费用率和经营利润率变化



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2018年2月以来，教育部会同相关部门先后印发《关于切实减轻中小学生学习负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》、《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知》，各地市陆续展开校外培训机构专项治理。此外，2018年8月国务院办公厅下发《规范校外培训机构发展的意见》，对校外培训机构发展提出基本要求。政策发出后，行业整体走势体现了市场对K12课外辅导机构扩张的忧虑。2018年12月，教育部通报整改情况，全国校外培训40.11万所，存在问题27.28万所，完成整改21.12万所，完成整改率达到77.42%。从行业龙头新东方FY19Q2业绩来看，公司合规运营而基本面稳健，扩张的步伐没有停滞，早前的疑虑得以打消；而政策影响主要体现在招生窗口期、学期结构和运营成本等方面。

我们认为，监管的目的始终在于划出底线，规范行业发展。监管趋严会伴随成本（人工、场地等）的提升，不合规的中小机构或被淘汰，但长期看，提供优质服务的龙头可通过经营杠杆实现规模经济，整合市场。教育板块内，课外辅导赛道整体风险较底，我们建议关注行业龙头。

### 【风险提示】

K12课外辅导招生不及预期  
扩张成本、费用高于预期  
监管影响强于预期

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格  
**分析师申明：**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### **投资建议的评级标准：**

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### **股票评级**

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### **行业评级**

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### **免责声明：**

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。