

日期：2019年01月24日

行业：教育



分析师：周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070002

营收增长 28%，超指引预期， Non-GAAP 业绩增长 69%

—新东方 FY19Q2 财报数据点评

■ 主要观点

19Q2 营收增长 28%、学员增长 24%

公司 2019Q2 实现营收 5.97 亿美元，同比增长 27.8%，超过上期收入增速指引 22%-26% 上限，2019H1 共实现营收 14.57 亿美元，同比增长 29.1%，体现出依旧强劲的增长动能。收入较快增长主要归功于 K12 业务的招生人数持续增长，本季度共计招生 232.08 万人，同比增长 23.6%。截止季度末，公司账面递延收益为 12.50 亿美元，同比增长 9.9%，增速放慢主要受教培行业预收款只限三个月的新规影响。公司预计 2019Q3 营收约为 7.70 亿美元-7.93 亿美元，同比增长 25%-28%，不考虑汇率影响，则同比增长 32%-36%。

K12 业务增长 44%，其中优能/泡泡分别增长 46%/41%（人民币计）

K12 业务仍是公司业绩稳健增长的核心动力，本季度实现收入同比增长 38%，若以人民币计同比增长 44%。其中，优能中学收入增速以美元/人民币计约为 39%/46%、泡泡少儿收入增速以美元/人民币计约为 35%/41%，连续两个季度优能中学收入增速领先泡泡少儿。招生人数方面，K12 业务合计招生增长 26%，其中优能中学和泡泡少儿招生分别增长 34% 和 19%，泡泡少儿人数增长放缓主要系公司调整了部分城市泡泡少儿的招生时间窗口，从 11 月推迟至 12 月，使得相应的入学人数和现金收入从 2019Q2 后移至 2019Q3。本季度海外备考及咨询业务营收同比增长 8%，VIP 个性化课程现金收入同比增长 17.6%。分地区看，前五大城市过去 12 个月的收入同比增长约 31-32%。

毛利率继续承压，教室面积同比扩容 30%

毛利率继续承压，Q2 毛利率降至 49.7%，同比下滑 1.6 个百分点，上半财年毛利率合计为 54.2%，同比下滑 1.7 个百分点。成本上涨主要受教师薪酬及房租成本上升影响，Q2 公司新开 48 个教学网点、关闭 23 个，净增加 25 个教学网点（24 个学习中心+1 所学校），教室总面积同比增长 30%、环比增长 5%。截止季度末，公司在全国共拥有 1125 个校区，2019 财年线下教室面积扩张速度计划控制在 20-25%（vs 2018 财年扩张 40%），公司将更重视已建教室的使用率提升（FY18Q4 教室使用率水平约为 21%）。

营业费用率小幅上涨，利润率下滑，预期下半财年持平

本季度公司销售费用率为 15.3%，同比下降 0.1pct；管理费用率为 39.5%，同比上涨 0.7pct，剔除掉股权激励费用，Non-GAAP 的管理费用率为 37.2%。管理费用率上涨主要系校区网络扩张增加了员工人数，且公司为开发线上线下融合的教学系统加大了研发投入和人力资源投入。公司本季度归属净利润为亏损 2583 万美元，去年同期为盈利 428 万美元，对应净利率为 -4.3%。剔除掉股权激励费用 1369 万美元和长期投资公允价值变动损失 3514 万美元，Non-GAAP 的归属净利润为 2300 万美元，同比增长 69.2%，对应净利率为 3.9%。长期投资出现较

公司数据跟踪（FY2019Q2）

营业收入（亿美元）	5.97
同比增长	27.8%
归属净利润（亿美元）	-0.26
招生人数（万人）	232.08
同比增长	23.6%
K12 业务营收增速（RMB）	44%
优能中学营收增速（RMB）	46%
泡泡少儿营收增速（RMB）	41%

相关报告：

《新东方 2018Q3 财报点评：季度营收增速创新高，优能中学增速领先》

《新东方 FY18Q4 财报点评：季度营收增长提速，递延转化率提高，扩张期盈利短期承压》

《新东方 FY19Q1 财报点评：营收增长 30%，学员增长 13%，盈利端仍有所承压》

大亏损主要受从2018年6月1日起开始采用新的金融工具会计准则影响。短期内，由于成本和费用压力，公司盈利能力同比仍在下滑，但随着2019财年公司有意识地控制产能扩张速度，致力于提高现有教室的使用率水平，预期线下业务的Non-GAAP营业利润率将在下半财年有所恢复，这将有效地缓解新东方在线等在线业务的利润率压力，总的来看，与上半财年利润率同比下降相比，下半财年盈利水平（Non-GAAP营业利润率）有望与去年同期持平。

1月22日，新东方发布截止2018年11月30日的2019财年Q2季报。

表 1 新东方财务数据概览

百万美元	FY19Q2	FY18Q2	增速 (%)	FY19H1	FY18H1	增速 (%)
净营收	597.07	467.18	27.8%	1456.92	1128.35	29.1%
营业利润	-28.55	-13.07	118.5%	132.78	148.01	-10.3%
Non-GAAP 营业利润	-14.87	-3.76	295.7%	160.39	160.45	0%
归属净利润	-25.83	4.28	-	97.41	162.67	-40.1%
Non-GAAP 归属净利润	23.00	13.59	69.2%	207.13	175.11	18.3%
招生人数 (百万人)	232.08	187.71	23.6%			
	FY19Q2	FY18Q2	新建数量	FY19H1	FY18H1	新建数量
教学网点	1125	940	185			

数据来源：公司年报，上海证券研究所

公司2019Q2实现营收5.97亿美元，同比增长27.8%，超过上期收入增速指引22%-26%上限，2019H1共实现营收14.57亿美元，同比增长29.1%，体现出依旧强劲的增长动能。收入较快增长主要归功于K12业务的招生人数持续增长，本季度共计招生232.08万人，同比增长23.6%；2019H1共招生405.61万人，同比增长18.9%。截止季度末，公司账面递延收益为12.50亿美元，同比增长9.9%，增速放慢主要受教培行业预收款只限三个月的新规影响。公司预计2019Q3营收约为7.70亿美元-7.93亿美元，同比增长25%-28%，不考虑汇率影响，则同比增长32%-36%。

图 1 新东方单季度营收 (百万美元)



数据来源：公司财报，上海证券研究所

图 2 新东方年度营收 (百万美元)

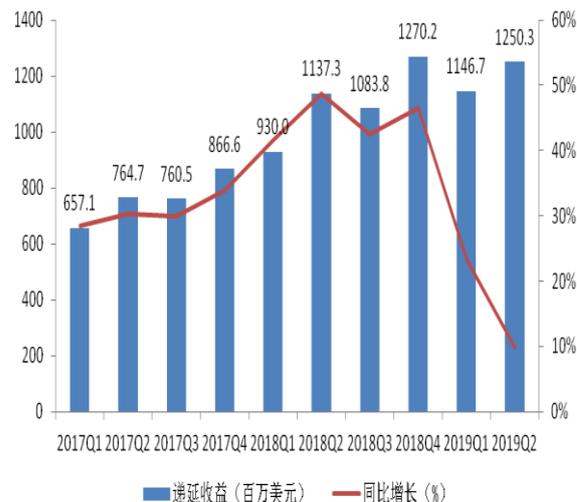


数据来源：公司财报，上海证券研究所

图 3 新东方单季度招生人数 (万人)



图 4 新东方季度末递延收益余额 (百万美元)

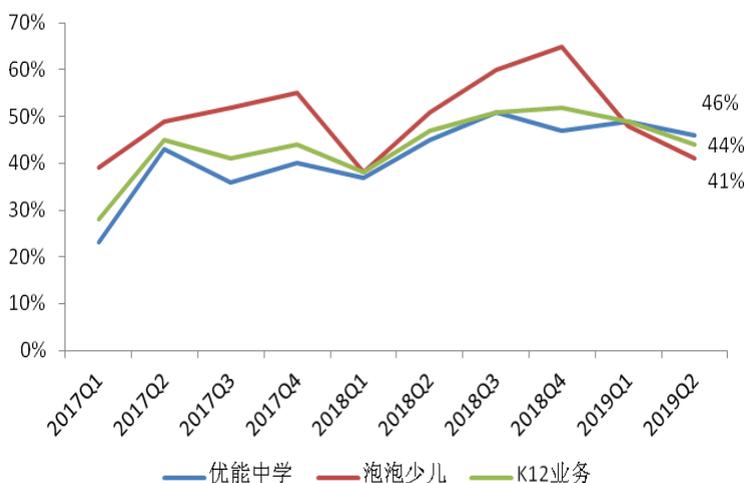


数据来源: 公司财报, 上海证券研究所

数据来源: 公司财报, 上海证券研究所

K12 业务仍是公司业绩稳健增长的核心动力, 本季度实现收入同比增长 38%, 若以人民币计同比增长 44%。其中, 优能中学收入增速以美元/人民币计约为 39%/46%、泡泡少儿收入增速以美元/人民币计约为 35%/41%, 连续两个季度优能中学收入增速领先泡泡少儿。招生人数方面, K12 业务合计招生增长 26%, 其中优能中学和泡泡少儿招生分别增长 34%和 19%, 泡泡少儿人数增长放缓主要系公司调整了部分城市泡泡少儿的招生时间窗口, 从 11 月推迟至 12 月, 使得相应的入学人数和现金收入从 2019Q2 后移至 2019Q3。本季度海外备考及咨询业务营收同比增长 8%, VIP 个性化课程现金收入同比增长 17.6%。分地区看, 前五大城市过去 12 个月收入同比增长约 31-32%。

图 5 新东方 K12 业务及子品牌的季度营收同比增速 (人民币计, %)



数据来源：公司财报，上海证券研究所

表 2 新东方 K12 业务及子品牌的季度招生人数同比增速 (%)

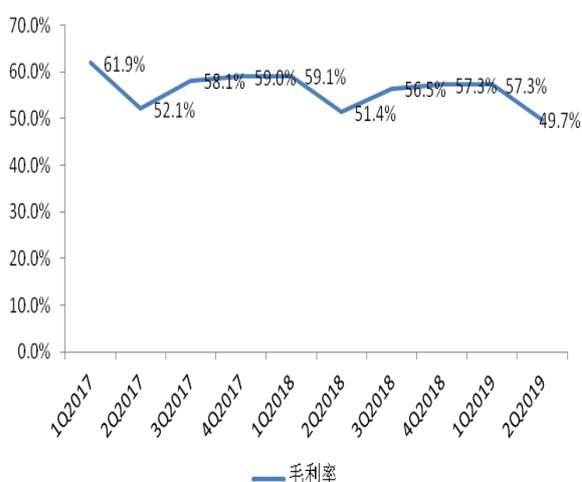
招生增速	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
优能中学	48.6%	17%	53%	18%	34%
泡泡少儿	55.1%	7%	50%	12%	19%
K12 业务	52.0%	13%	52%		26%

数据来源：公司财报，上海证券研究所

价格方面，ASP（现金收入/总招生人数）以美元计同比下降 13%、以人民币计同比下降 9%，下滑原因主要是 K12 课程改变了预收费制度。本财年，公司将春季学期分为两部分，此次招生人数和收取学费只覆盖了春季学期的上半期，而以前通常是在 Q2 收取全部的春季学期课程学费。以人民币计的课时费（每小时混合 ASP）方面，优能中学上涨 5%、泡泡少儿上涨 8%、海外咨询备考及咨询上涨 8%。

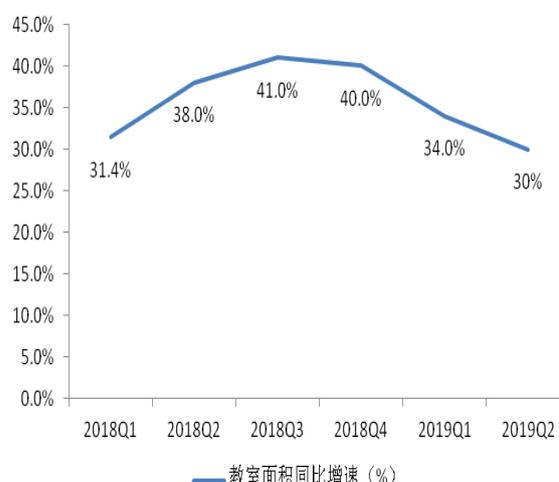
毛利率继续承压，Q2 毛利率降至 49.7%，同比下滑 1.6 个百分点，上半财年毛利率合计为 54.2%，同比下滑 1.7 个百分点。成本上涨主要受教师薪酬及房租成本上升影响，Q2 公司新开 48 个教学网点、关闭 23 个，净增加 25 个教学网点（24 个学习中心+1 所学校），教室总面积同比增长 30%、环比增长 5%。截止季度末，公司在全国共拥有 1125 个校区，2019 财年线下教室面积扩张速度计划控制在 20-25%（vs 2018 财年扩张 40%），公司将更重视已建教室的使用率提升（FY18Q4 教室使用率水平约为 21%）。

图 6 新东方单季度毛利率水平 (%)



数据来源：公司财报，上海证券研究所

图 7 新东方线下教室面积同比增速 (%)



数据来源：公司财报，上海证券研究所

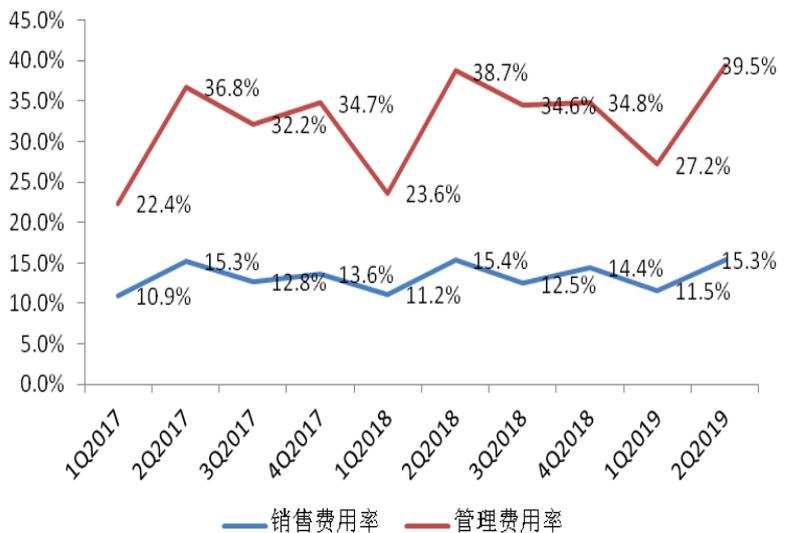
图 8 新东方全国校区数量



数据来源：公司财报，上海证券研究所

本季度公司销售费用率为 15.3%，同比下降 0.1pct；管理费用率为 39.5%，同比上涨 0.7pct，剔除掉股权激励费用，Non-GAAP 的管理费用率为 37.2%。管理费用率上涨主要系校区网络扩张增加了员工人数，且公司为开发线上线下融合的教学系统加大了研发投入和人力资源投入。

图 9 新东方季度销售&管理费用率



数据来源：公司财报，上海证券研究所

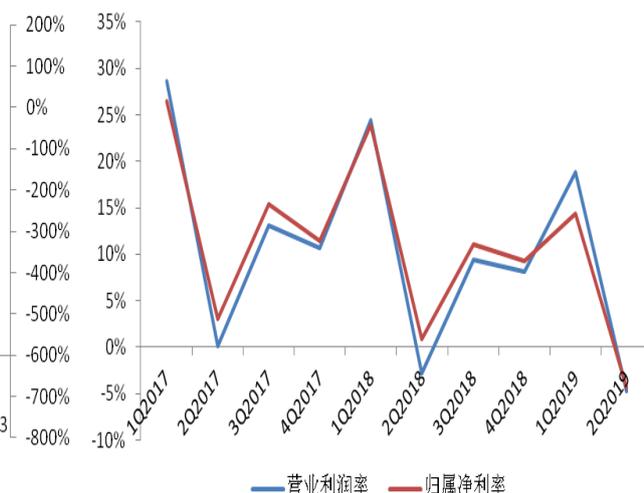
本季度公司运营亏损 2855 万美元，同比增长 118.5%，Non-GAAP（剔除股权激励费用）的运营亏损为 1487 万美元，同比

增长 295.7%。2019Q2 营业利润率为-4.8%，去年同期为-2.8%；Non-GAAP 的营业利润率为-2.5%，去年同期为-0.8%。公司本季度归属净利润为亏损 2583 万美元，去年同期为盈利 428 万美元，对应净利率为-4.3%。剔除掉股权激励费用 1369 万美元和长期投资公允价值变动损失 3514 万美元，Non-GAAP 的归属净利润为 2300 万美元，同比增长 69.2%，对应净利率为 3.9%。长期投资出现较大亏损主要受从 2018 年 6 月 1 日起开始采用新的金融工具会计准则影响。短期内，由于成本和费用压力，公司盈利能力同比仍在下滑，但随着 2019 财年公司有意识地控制产能扩张速度，致力于提高现有教室的使用率水平，预期线下业务的 Non-GAAP 营业利润率将在下半财年有所恢复，这将有效地缓解新东方在线等在线业务的利润率压力，总的来看，与上半财年利润率同比下降相比，下半财年盈利水平（Non-GAAP 营业利润率）有望与去年同期持平。

图 10 新东方单季度归属净利润（百万美元）



图 11 新东方季度盈利水平 (%)



数据来源：公司财报，上海证券研究所

数据来源：公司财报，上海证券研究所

截止季度末，公司账面净经营现金流约为 1.25 亿美元，Q2 资本开支为 4310 万美元，主要系新开了 48 个教学网点和翻新现有的学习中心。

公司从 2016 年 7 月开始在选定城市进行新的双师模式教学，截止本季度末，已经在 40 个已有城市的泡泡少儿、28 个已有城市的优能中学和 10 个新城市的泡泡少儿及优能中学项目中落地，目前已显现出不断增加的市场渗透率和用户留存率。同时，公司从 2019 财年开始采用一套新系统训练优能中学的老师运用模块化的电子教学内容和方法来标准化教学流程，这一行动使得用户留存率

大幅提升，未来公司将大力推动该系统在各个业务条线的运营使用。

公司从 2014 年开始便着手建设线上线下融合的教学系统，2019Q1/Q2 分别投入 2270 万/2370 万美元来优化升级该系统，相关支出记在管理费用项下。未来公司将充分利用自身在教学及运营系统方面的技术优势不断提高整体的运营效率和盈利能力，以获取更多的市场机会。

2018 年教培行业大整顿，截止去年末，全国共摸排校外培训机构 40.11 万所，存在问题机构 27.28 万所，不合规率达 68.0%，完成整改 26.99 万所，整改完成率 98.93%。我们认为，未来 K12 校外培训的整改仍将持续，且从线下延伸至线上，全方位加强监管。一定程度上受外部因素影响，K12 校外培训行业整体增速预期下调，但龙头相较而言抗风险能力更强。需要重点跟踪的指标包括：(1) **招生人数增长情况**。以新东方财年的 Q4-Q2 区间来看（对应每年的 3-11 月），2018 年 3-11 月合计招生 611.41 万人，同比增长 26.6%，2016、2017 年对应的招生人数增速分别为 39.5% 和 31.4%，增速逐年下降一方面受高基数影响，一方面也包括因为政策规定调整了学期设置出现招生滞后等情况，需要持续跟踪核心的学员增长指标以确认市场需求端的刚性及公司作为行业巨头的持续获客能力。(2) **教室产能利用率情况**。受市场需求推动，新东方从 2016 财年进入新一轮的扩张期，在政策风向转为严监管后，公司从 2019 财年开始降低线下扩张速度，重点关注已有教室产能利用率的提升情况。2019Q1/Q2 线下教室面积分别同比扩容 34% 和 30%，总体来看上半财年教室面积增长同比超过 30%，同期招生人数增长约 19%，供给增速超过需求增速，教室使用率水平仍有改善空间。(3) **教师供给能力情况**。政策强调校外培训机构的教师必须持证上岗，新东方此前公布教师持证率约 50%，未来没有证书的教师若不能顺利考取教师资格证一定程度上会影响公司的教师供给，从而影响到教学课程安排与教学质量。为保证师资供应，一方面组织无证老师培训参考，另一方面高薪从市场上挖掘持证人才，或带来师资成本的上升，需关注教师人工成本的变化。(4) **费用率的变化**。新东方已调整暑期促销的价格策略，2018 年暑期每门课程收费 50-200 元，2019 年计划价格提至 250-400 元，主要出于对学生留存率的考虑。长期的品牌积淀使得营销活动撬动线下招生的杠杆效益更为明显，在线业务获客成本仍较高，整体来看公司保持较为稳定的销售费用率水平。跟踪在线业务获客能力的变化可能成为公司销售费用率开启下降

通道的一个端口。管理费用率则关注对在线教育及线上线下融合教学系统优化等的研发投入。总结来看，我们认为新东方作为行业巨头，品牌优势和规模优势突出，行业整顿背景下收入端仍有超预期的增长表现出强劲的抗风险能力，巨头迎来获取市场份额的良机，当下主要是利润率止跌企稳的问题，成本端已放慢线下扩张速度，重心消化已有产能，费用端短期将保持对营销和研发的投入，长期等待结成硕果。

分析师承诺

周菁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。