

暑期迎来新一学年，K12 业务成长强

——新东方在线年报前瞻



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (港元)	34.9
目标价格 (港元)	49.11
52 周最高价/最低价 (港元)	39.35
总股本/流通 H 股 (万股)	9.40
H 股市值 (百万元港币)	4,238.34
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2020 年 07 月 12 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	11%	10%	10%	
相对表现	1%	5%	6%	
恒生指数	9%	5%	4%	



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师	项雯倩 021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860517020003
证券分析师	李雨琪 021-63325888-3023 liyueqi@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860520050001
证券分析师	吴丛露 wuconglu@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860520020003

联系人	詹博 021-63325888*3209 zhanbo@orientsec.com.cn
------------	----------------------------------------------------

相关报告	强执行力、高前景, 疫情期间战略加速发展: 2020-03-05 新东方在线深度跟踪报告 东方优播: K12 在线小班重塑教培需求, 掘金下沉千亿市场: 新东方在线系列报告之二 厚积薄发, 教育老将在线新秀: 2019-08-19
-------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

核心观点

- **行业观点:** 疫情催化下行业流量迎来爆发性增长, 对在线教育渗透率&消费者认知都产生极大促进作用。在线大班产能释放强, 流量增长快; 在线小班虽产能有限制, 疫情影响除提升经营指标外, 更会加速消费认知 (小班转化难度大但转化后粘性强)。
- **公司转折年, K12 业务加速收入占比直接超 50%。** 公司原收入以大学为主 (19/20FY 占比达 69%/58%), 受益于疫情对在线教育加速作用, 我们预计 21FY 公司 K12 核心业务达 10.85 亿, yoy+322.8%, 占总收入比达 52.4%, 成为公司收入核心贡献。在线大班/小班 (优播) 均在 21FY 取得收入快速增长, 我们预计收入分别为 5.37/5.4 亿元, yoy%分别为 672%/193%。
- **东方优播持续健康发展, 城市数扩展速度、投入力度均加大。** 优播业务暑期城市数达 179 个 (上半年为 128 个, 下半年净增 51 个), 全部城市在暑期进行招生, 新进城市由老城市优秀店长店员负责, 经营模式复制性强。此外, 疫情期间线下机构停业, 为品牌宣广好时机, 公司积极应对加大下沉市场地面广告投放, 因此销售费用有所提升。我们对模型进行相应调整 **1) 提高城市进入数量; 2) 提升优播销售费用。** 我们预计优播 20/21/22E 收入分别为 **1.87/5.49/12.5 亿元, 同增+229%/193%/127%, 保持高速增长。**
- **K12 在线大班持续赶上, 看好其长期赛跑能力。** 春季新东方在线进行了战略性投入, 放弃春季业务收入获取千万学生流量。公司辅导和主讲老师储备充足, 优质的教学口碑和教学服务有力的保证正价生源的续班和转化, 我们认为在线大班目前教研+师资 (包括教辅老师) 的稳定管理输出为现阶段核心竞争力, 看好公司该能力。我们预计 20/21/22E 收入分别为 **0.7/5.37/6.98 亿元, 分别同增-9%/672%/30%。**

财务预测与投资建议

- **20FY 为战略投资年, 21FY 迎来 K12 高增长, 维持“买入”评级。** 收入端, 本次调整主要针对 K12 业务, 因 K12 高增长调高 21/22FY 收入。我们预计 20/21/22FY 收入为 10.5/20.2/31.5 亿元 (原预测 10.5/17.1/27.7 亿)。**费用端, 战略加速致费用前置化 (主要为人员成本、R&D、MKT、优播加网点扩张加速成本增加), 大学业务毛利率受疫情影响有所降低, 我们调低 20/21E FY 业绩水平, GAAP 归母净利润-6.81/-4.01/-0.79 亿元 (原-5.78/-3.19/-0.78 亿元)。**采用 FCFE 估值方法, 原参数不变, 上调目标价至每股 **49.11 港币, 维持“买入”评级。**

风险提示

- 暑期转化不及预期, 优播网点扩张不及预期。

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	650	919	1,051	2,020	3,151
同比增长	46%	41%	14%	92%	56%
营业利润 (百万元)	93	(75)	(681)	(401)	(79)
同比增长	-9%	-181%	808%	-41%	-80%
归属母公司净利润 (百万元)	91	(40)	(681)	(401)	(79)
同比增长	-3%	-144%	1612%	-41%	-80%
每股收益 (元)	0.11	(0.07)	(0.73)	(0.43)	(0.08)
毛利率	61.2%	55.1%	39.9%	42.8%	48.3%
净利率	12.6%	-7.0%	-64.8%	-19.9%	-2.5%
净资产收益率	9.3%	-2.5%	-36.0%	-27.0%	-5.6%
市盈率 (倍)	92.0	(211.5)	(12.4)	(21.0)	(106.0)
市净率 (倍)	12.9	9.2	8.0	4.2	2.7

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

盈利预测与投资建议

盈利预测

核心假设及盈利预测变动分析表						
人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
核心假设						
核心假设 1 K12 业务增速	69%	190%	101%	69%	306%	79%
变动幅度				-0.3%	116.1%	-22.5%
核心假设 2 K12 毛利率	-25%	26%	39%	-28%	25%	38%
变动幅度				-2.8%	-1.0%	-1.0%
核心假设 3 大学业务毛利率	66%	67%	67%	62.0%	63.0%	65.6%
变动幅度				-4.2%	-3.7%	-1.1%
核心假设 4 销售费用率	58%	48%	39%	65%	44%	36%
变动幅度				6.9%	-4.1%	-2.7%
分产品盈利预测						
产品 1						
大学教育	613	709	902	613	709	902
变动幅度				0.1%	0.0%	0.0%
毛利率	66.15%	66.65%	66.65%	62.00%	63.00%	65.60%
变动幅度				-4.2%	-3.7%	-1.1%
K12 业务						
销售收入	269	779	1,564	269	1,091	1,947
变动幅度				-0.1%	40.0%	24.5%
毛利率	-25.00%	26.40%	38.80%	-27.8%	25.0%	38.0%
变动幅度				-2.8%	-1.4%	-0.8%
学前业务						
销售收入	54	81	133	54	81	133
变动幅度				-0.5%	0.6%	0.1%
毛利率	40.00%	40.00%	40.00%	40.0%	40.0%	40.0%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
机构业务						
销售收入	115	139	168	115	139	168
变动幅度				-0.1%	0.0%	0.1%
毛利率	80%	80%	80%	80%	80%	80%
变动幅度				0.5%	0.5%	0.5%
销售收入合计	1,051	1,708	2,767	1,051	2,020	3,151
变动幅度				0.0%	18.3%	13.9%
综合毛利率	43.06%	48.17%	50.45%	39.92%	42.76%	48.27%

变动幅度

-3.1%

-5.4%

-2.2%

主要财务数据变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,051	1,708	2,767	1,051	2,020	3,151
变动幅度				0.0%	18.3%	13.9%
营业利润	-578	-319	-78	-681	-401	-79
变动幅度				17.8%	25.8%	1.7%
归属母公司净利润	-578	-319	-78	-681	-401	-79
变动幅度				17.8%	25.8%	1.7%
每股收益（元）	-0.62	-0.34	-0.08	-0.73	-0.43	-0.08
变动幅度				17.8%	25.8%	1.7%
毛利率(%)	43.06%	48.17%	50.45%	39.92%	42.76%	48.27%
变动幅度				-3.1%	-5.4%	-2.2%
净利率(%)	-55.00%	-18.67%	-2.83%	-64.82%	-19.86%	-2.52%
变动幅度				-9.8%	-1.2%	0.3%

投资建议

20FY 为战略投资年，21FY 迎来 K12 高增长，维持“买入”评级。收入端，本次调整主要针对 K12 业务，因 K12 高增长调高 21/22FY 收入。我们预计 20/21/22FY 收入为 10.5/20.2/31.5 亿元（原预测 10.5/17.1/27.7 亿）。费用端，战略加速致费用前置化（主要为人员成本、R&D、MKT、优播加网点扩张加速成本增加），大学业务毛利率受疫情影响有所降低，我们调低 20/21E FY 业绩水平，GAAP 归母净利润-6.81/-4.01/-0.79 亿元（原-5.78/ -3.19/-0.78 亿元）。采用 FCFF 估值方法，原参数不变，上调目标价至每股 49.11 港币，维持“买入”评级。

表 1：核心参数敏感性分析

永续增长率假设

	2%	3%	4%	
	9.20%	52.06	57.91	66.03
	9.70%	48.12	53	59.6
WACC	10.20%	44.94	49.11	54.65
	10.70%	41.63	45.13	49.67
	11.20%	38.93	41.93	45.76

数据来源：东方证券研究所

风险提示

- 暑期低价转化不及预期

春季千万流量，服务承载能力有限，暑期存在转化率不及预期可能

- 优播网点扩张不及预期。

优播后续进入四五线城市下沉速度可能减慢。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	709	2,498	1,874	2,013	2,570	营业收入	650	919	1,051	2,020	3,151
应收账款	380	0	0	0	0	营业成本	(253)	(413)	(631)	(1,156)	(1,630)
预付账款	33	35	53	94	142	其他收入	73	143	51	38	41
存货	69	82	99	195	295	销售费用	(224)	(444)	(682)	(888)	(1,144)
其他	1,199	2,972	2,377	2,654	3,357	管理费用	(40)	(103)	(219)	(259)	(347)
流动资产合计	1,200	2,975	2,380	2,656	3,360	研发费用	(100)	(148)	(253)	(163)	(159)
长期股权投资	125	147	147	147	147	联营/合营公司	2	3	3	5	9
固定资产	21	30	30	62	96	营业利润	93	(75)	(681)	(401)	(79)
在建工程	67	84	87	92	101	利息收入					
无形资产	5	28	28	28	28	汇兑损益					
其他	3	6	4	10	16	认股权证公允价值变动					
非流动资产合计	221	294	296	339	388	其他收入					
资产总计	1,421	3,269	2,675	2,995	3,748	税前利润	93	(75)	(681)	(401)	(79)
短期借款	333	401	458	881	1,375	所得税	(11)	11	0	0	0
应付账款	159	220	240	479	740	净利润	82	(64)	(681)	(401)	(79)
其他	39	61	71	130	209	少数股东损益	(9)	(24)	0	0	0
流动负债合计	531	682	770	1,491	2,323	归属母公司净利润	91	(40)	(681)	(401)	(79)
长期借款						调整后归母净利润	74	22	(581)	(301)	21
应付债券	11	17	17	17	17	每股收益(元)	0.10	(0.04)	(0.73)	(0.43)	(0.08)
其他											
非流动负债合计	11	17	17	17	17						
负债合计	542	698	786	1,507	2,340						
少数股东权益											
股本	0	0	0	0	0						
资本公积	885	2,601	1,920	1,519	1,440						
留存收益	885	2,602	1,921	1,519	1,440						
其他	(7)	(31)	(31)	(31)	(31)						
股东权益合计	878	2,570	1,889	1,488	1,409						
负债和股东权益	1,421	3,269	2,675	2,995	3,748						

现金流量表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	82	(64)	(681)	(401)	(79)
折旧摊销	6	9	8	8	16
财务费用					
投资损失					
营运资金变动	140	135	53	583	686
其它	(79)	(104)	4	(5)	(9)
经营活动现金流	149	(25)	(616)	185	613
资本支出	509	16	(7)	(46)	(56)
长期投资	0	0	0	0	0
其他					
投资活动现金流	509	16	(7)	(46)	(56)
债权融资	0	0	0	0	0
股权融资	6	1,702	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	6	1,702	0	0	0
汇率变动影响	3	95	0	0	0
现金净增加额	667	1,788	(623)	139	557

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	45.8%	41.3%	14.3%	92.3%	56.0%
营业利润	-9.1%	-180.9%	808.2%	-41.1%	-80.2%
归属于母公司净利润	-2.8%	-143.5%	1612.2%	-41.1%	-80.2%
获利能力					
毛利率	61.2%	55.1%	39.9%	42.8%	48.3%
净利率	12.6%	-7.0%	-64.8%	-19.9%	-2.5%
ROE	9.3%	-2.5%	-36.0%	-27.0%	-5.6%
ROIC	54.9%	-103.4%	-4630.1%	76.4%	6.8%
偿债能力					
资产负债率	38.2%	21.4%	29.4%	50.3%	62.4%
净负债率	61.8%	27.2%	41.6%	101.3%	166.1%
流动比率	2.26	4.36	3.09	1.78	1.45
速动比率	2.26	4.36	3.09	1.78	1.45
营运能力					
应收账款周转率	18.5	13.9	18.0	16.8	16.3
存货周转率					
总资产周转率	786.2	1,280.5	916.7	533.7	428.2
每股指标(元)					
每股收益	0.11	(0.07)	(0.73)	(0.43)	(0.08)
每股经营现金流	0.20	(0.03)	(0.66)	0.20	0.65
每股净资产	0.89	0.98	1.12	2.16	3.37
估值比率					
市盈率	92.0	(211.5)	(12.4)	(21.0)	(106.0)
市净率	12.9	9.2	8.0	4.2	2.7
EV/EBITDA	85.3	(127.6)	(12.5)	(21.4)	(132.7)
EV/EBIT	90.7	(112.2)	(12.4)	(21.0)	(106.0)

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本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证券研究报告。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证券研究报告之外，绝大多数证券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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

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协议授权，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。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

