

## 买入

2020年8月24日

### 夯实内功，K12业务快速推进

► **20财年利润亏损：**20财年收入同比增长17.6%至10.8亿元，毛利率同比下降9.5个百分点至45.6%。公司夯实内功加大投入，总员工人数同增加了121%至13777人，其中全职雇员同比增长了320%至7094人，直播平台从第三方转为自研平台等，这导致公司各项费用也有较大增长，其中销售费用同比增长97%至8.7亿元（纯市场投放4.8亿元），研发费用同比115%至3.2亿元，行政开支同比增长79%至1.8亿元，导致公司归母净利润亏损7.4亿元。

► **分部业务情况：**分部来看，大学业务收入占比59.4%，受产品线优化和海外考试影响，大学业务收入同比增长1.6%至6.4亿元，其中大学付费学生人次同比下降27%至94.2万，正价课人均开支同比上升71%至1222元，大学业务的毛利率同比提升2.3个百分点至67.9%。K12收入占比27.3%，收入同比增长85.4%至3.0亿元，其中K12付费学生人次同比上升225%至185.6万，正价课人均开支同比下降8%至882元，K12业务的毛利率同比下降25.2个百分点至-15.2%。占公司收入比2.8%的学前教育业务收入同比下降10.1%至0.3亿元，毛利率同比提升29.2个百分点至28.3%。占公司收入比10.5%的机构客户业务收入同比上升19.8%至1.1亿元，毛利率同比提升1.9个百分点至82.4%。

► **K12业务快速推进：**K12业务分为在线双师大班和单师小班（东方优播）两条腿走路。20财年东方优播进入24个省172个城市（当年新进109个城市），从而带动起收入增长223%至约1.8亿元，其低价课从之前的50元9天改为100元6天，低价班均已达约22人，正价班均人数也在十几人，春季至暑假续班率约为76%，从而带动东方优播毛利率快速从去年的0.9%至20财年24%。大班课公司在疫情期间共送出约2000万份免费课，4月份有约100万在读（主要为49元暑期低价班学员），目前正价班的续班率也达到了70%+，公司积极培养优质讲师和辅导老师，加大研发投入，多地建立教师中心，正在努力追赶与行业领先公司的差距，我们预计公司21财年K12收入同比增长210%至9.2亿元。

► **目标价为42.9港元，买入评级：**虽然目前公司仍在追赶和亏损期，但是新东方的品牌知名度、师资培养和产品研发能力不容小觑。我们以10%的折现率和3%的永续增长率为公司估值，得出公司目标价为42.9港元，较昨日收市价有26%的上升空间，给予公司买入评级。

但玉翠

+852-25321539

Tracy.dan@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业	教育
股价	34 港元
目标价	42.9 港元 (+26%)
股票代码	1797.HK
已发行股	9.39 亿股
总市值	319.6 亿港元
52 周高/低	43.5/11.6 港元
每股净资产	2.2 港元
主要股东	新东方 (54.7%) 腾讯 (9.9%)

### 表：盈利摘要

截止5月31日财政年度	2019实际	2020实际	2021年预测	2022年预测	2023年预测
收入 (百万元)	919	1,081	1,748	2,705	3,815
变动 (%)	41.3%	17.6%	61.8%	54.7%	41.0%
经营利润 (百万元)	(188)	(881)	(1195)	(1028)	(718)
变动 (%)	-669.4%	367.7%	35.6%	-14.0%	-30.2%
净利润 (百万元)	-64	-758	-1,044	-903	-617
变动 (%)	-178.2%	1082.7%	37.7%	-13.5%	-31.6%
每股收益 (元)	(0.06)	(0.79)	(1.07)	(0.90)	(0.60)
市盈率@34港元 (倍)	(506.0)	(38.4)	(28.5)	(33.9)	(50.2)
PS	31.1	26.4	16.3	10.5	7.5
每股派息 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

### 股价表现



资料来源：公司资料，第一上海预测

资料来源：彭博

## 主要财务报表

损益表						财务分析					
<元> <千>, 财务年度截至<5月31日>						<元> <千>, 财务年度截至<5月31日>					
	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测		2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测
<b>收入</b>	918,911	1,080,587	1,748,068	2,705,037	3,815,180	<b>盈利能力</b>					
毛利	506,409	493,086	766,277	1,243,600	1,844,035	毛利率 (%)	55.1%	45.6%	43.8%	46.0%	48.3%
其他收益及利益	141,848	194,087	163,583	137,984	137,984	EBITDA 利率 (%)	-13.3%	-62.4%	-52.3%	-27.5%	-12.7%
销售及分销成本	(443,930)	(872,293)	(1,212,563)	(1,422,556)	(1,637,075)	净利率 (%)	-7.0%	-70.2%	-59.7%	-33.4%	-16.2%
行政开支	(103,373)	(184,692)	(346,838)	(389,353)	(428,911)						
研发开支	(147,520)	(317,286)	(402,056)	(459,856)	(495,973)						
<b>经营溢利</b>	- 188,414	- 881,185	- 1,195,179	- 1,028,165	- 717,924	<b>营运表现</b>					
应占联/合营公司利润	3,111	(12,372)	(1,796)	(1,796)	(1,796)	运营费用/收入 (%)	75.6%	127.2%	112.2%	84.0%	67.2%
<b>税前盈利</b>	- 74,980	- 715,451	- 1,043,968	- 902,553	- 617,312	实际税率 (%)	14.5%	-6.0%	0.0%	0.0%	0.0%
所得税	10,871	(42,788)	0	0	0	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>纯利</b>	- 64,109	- 758,239	- 1,043,968	- 902,553	- 617,312						
<b>股东应占利润</b>	- 39,773	- 742,005	- 1,043,968	- 902,553	- 617,312	<b>财务状况</b>					
折旧及摊销	9,050	748,721	104,029	106,385	106,385	资产负债比率	21.4%	38.9%	56.5%	88.2%	121.2%
<b>EBITDA</b>	- 122,032	- 673,764	- 914,098	- 744,727	- 484,487	流动比率	436.2%	256.8%	145.4%	58.0%	37.1%
<b>增长</b>						<b>ROA</b>	-1.2%	-24.3%	-48.0%	-62.5%	-41.0%
总收入 (%)	41.3%	17.6%	61.8%	54.7%	41.0%	<b>ROE</b>	-1.5%	-39.8%	-110.3%	-528.3%	193.1%
EBITDA (%)	-399.3%	452.1%	35.7%	-18.5%	-34.9%						
净利润 (%)	-178.2%	1082.7%	37.7%	-13.5%	-31.6%						
<b>资产负债表</b>						<b>现金流量表</b>					
<元> <千>, 财务年度截至<5月31日>						<元> <千>, 财务年度截至<5月31日>					
	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测		2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测
现金及现金等价物	2,497,621	1,950,781	996,000	189,191	185,359	<b>税前盈利</b>	(74,980)	(715,451)	(1,043,968)	(902,553)	(617,312)
按公允价值计入损益的金融资产	352,943	277,800	277,800	277,800	277,800	折旧及摊销	9,050	15,384	18,270	20,626	22,938
其他	124,253	112,831	112,831	112,831	112,831	营运资金变化	134,625	136,200	42,010	46,211	50,832
<b>总流动资产</b>	2,974,817	2,341,412	1,386,631	579,822	575,990	其他	(93,406)	42,433	82,916	82,916	82,916
使用权资产	0	331,122	331,122	331,122	331,122	<b>营运现金流</b>	(24,711)	(521,434)	(900,772)	(752,799)	(460,625)
按公允价值计入损益的金融资产	146,855	183,328	229,033	274,738	320,443	资本开支	(20,830)	(79,800)	(54,010)	(54,010)	(43,208)
于联营公司的权益	84,025	82,458	80,662	78,866	77,070	<b>其他投资活动</b>	36,710	(1,353,579)	700,000	770,530	0
其他	62,896	110,924	146,663	180,046	200,316	<b>投资活动现金流</b>	15,880	(1,433,379)	645,990	716,520	(43,208)
<b>总固定资产</b>	293,776	707,832	787,480	864,772	928,951	发行普通股所得款项	132,211	0	0	0	0
<b>总资产</b>	3,268,593	3,049,244	2,174,111	1,444,595	1,504,940	于上市後发行普通股所得款项	1,633,817	0	0	0	0
合约负债	400,928	420,103	462,113	508,325	559,157	股份发行成本	(63,592)	0	0	0	0
应计开支及其他应付款项	219,645	343,752	343,752	343,752	343,752	其他融资活动	12	(135,486)	0	0	500,000
租赁负债	0	77,263	77,263	77,263	77,263	<b>融资活动现金流</b>	1,702,448	(135,486)	0	0	500,000
其他	61,383	70,558	70,558	70,558	570,558	<b>现金变化</b>	1,693,617	(2,090,299)	(254,781)	(36,278)	(3,833)
<b>总短期负债</b>	681,956	911,676	953,686	999,898	1,550,730	期初持有现金	709,448	2,497,621	480,251	225,470	189,191
租赁负债	0	248,220	248,220	248,220	248,220	期末持有现金	2,497,621	480,251	225,470	189,191	185,359
递延税项负债	16,530	25,648	25,648	25,648	25,648						
<b>总负债</b>	698,486	1,185,544	1,227,554	1,273,766	1,824,598						
<b>股东权益</b>	2,601,586	1,863,700	946,557	170,829	(319,658)						
<b>总权益</b>	2,570,107	1,863,700	946,557	170,829	(319,658)						

资料来源：公司资料，第一上海预测

**第一上海证券有限公司**

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话:(852)2522-2101

传真:(852)2810-6789

报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送报告之任何内容。报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖报告中的任何内容作出任何投资决定。报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出身的投资决策。

报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。