

## 买入

## 免费课程引流策略成功, K12 业务增长可期

新东方在线 (1797. HK)

2020-09-14 星期一

### 投资要点

目标价: **42.7 港元**  
 现价: 35.6 港元  
 预计升幅: 20%

#### ➤ 公司收入稳定增长, K12 业务扩张开始提速:

公司 2020 财年实现营业收入 10.81 亿元, 同比增长 17.6%, 由于公司处于大规模扩张期, 因此成本及费用均由大幅提升, 另一方面新布局城市需要 1 到 2 年时间实现扭亏, 最终年内公司实现亏损 7.58 亿元, 较去年同期亏损额 6410.9 万元有较大提升。公司在疫情期间向全国学生提供免费课程和服务, 实现平台流量大幅增长, 学生付费人次大幅提升, 从 2019 财年的 217.9 万人增加至 2020 财年的 285.2 万人。

### 重要数据

日期	2020-09-14
收盘价 (港元)	35.6
总股本 (百万股)	940
总市值 (百万港元)	33,531
净资产 (百万港元)	2,026
总资产 (百万港元)	3,314
52 周高低 (港元)	43.45/12.10
每股净资产 (港元)	2.16

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

#### ➤ K12 业务持续投入抢占市场份额:

公司 K-12 业务收入同比增长 85.4%, 达到 2.951 亿元, 付费学生人次同比大幅增长 224.5%, 达 185.6 万。其中新东方在线 K-12 课程的付费学生人次同比增长 269.4%。而东方优播课程的付费学生人次同比增长 184.2%, 成功布局全国 24 个省份的 172 个城市, 随着东方优播在全国范围内的不断扩张和推广, 规模优势开始显现。

#### ➤ 获得融资, 现金流压力得到释放:

公司获得母公司新东方集团及董事俞敏洪 17.83 亿港元融资, 将能够继续大力发展 K12 在线教育业务。我们认为此次融资将极大缓解公司未来几年内的现金流压力, 同时加速公司在线教育业务人员扩张与技术升级, 为 K12 业务的扩张与品牌宣传提供充足的弹药支持

#### ➤ 维持“买入”评级, 目标价 42.7 港元:

我们给予大学业务 2022 财年 40 倍 PE, 对应估值 122 亿港币。K12 业务目前亏损, 给予 2022 财年 26 倍 PS, 对应估值 276 亿港币。学前教育业务目前体量较小, 给予 5 倍 2022 财年 PS, 对应估值 3.6 亿港币, 公司对应市值为 402 亿港币, 目前市值 330 亿港币, 有 20% 的上升空间, 给予“买入”评级。

### 主要股东

新东方 (55.20%)  
 腾讯 (9.63%)

### 研究部

姓名: 李承儒  
 SFC: BLN914  
 电话: 0755-21519182  
 Email: licr@gyzq.com.hk

百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	919	1,081	1,532	2,123	2,824
同比增长	41.27%	17.59%	41.75%	38.57%	33.06%
毛利率	55.11%	45.63%	44.84%	40.51%	42.35%
净利润	-64	-758	-1258	-867	-724
同比增长	-178.16%	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润率	-6.98%	-70.17%	-82.10%	-40.86%	-25.65%
PE	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

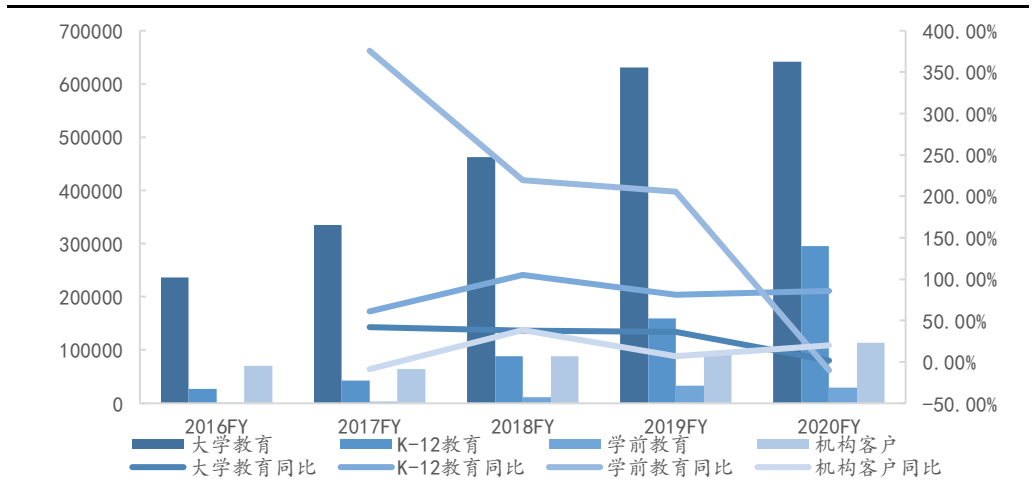
数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 报告正文

### 公司收入稳定增长，K12 业务扩张开始提速：

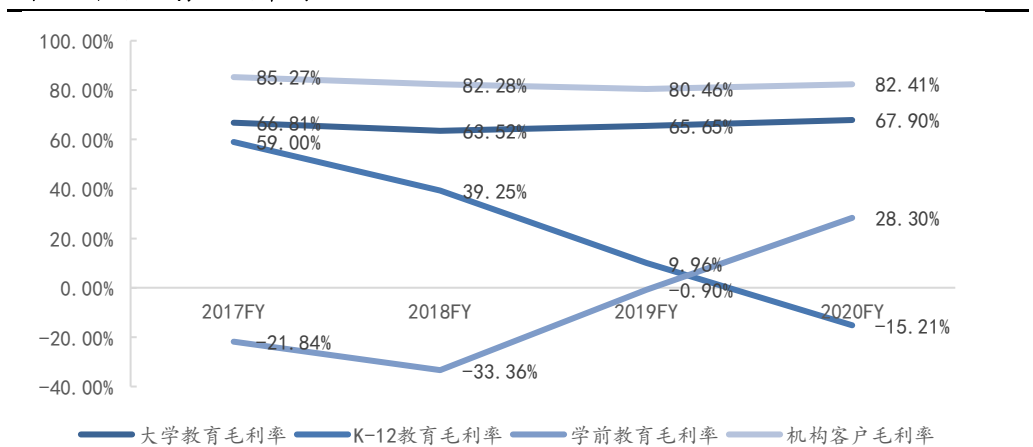
公司 2020 财年实现营收 10.81 亿元，同比增长 17.6%，由于公司处于大规模扩张期，因此成本及费用均由大幅提升，另一方面新布局城市需要 1 到 2 年时间实现扭亏，最终年内公司实现亏损 7.58 亿元，较去年同期亏损额 6410.9 万元有较大提升。公司期内成本为 5.89 亿元，同比增加 42.4%；毛利率 45.6%，较去年 55.1% 下降 9.5%；销售及营销开支为 8.72 亿元，较去年 4.44 亿元增加 96.5%。公司在疫情期向全国学生提供免费课程和服务，凭借公司较高的品牌影响力，因此实现了平台流量大幅增长，同时学生付费人次也大幅提升，从 2019 财年的 217.9 万人增加至 2020 财年的 285.2 万人。

图 1：各项业务表现情况



资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

图 2：各项业务毛利率情况



资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

**表 1：各项业务核心数据一览**

	2017FY	2018FY	2019FY	2020FY
<b>大学教育</b>				
付费人次 (千人次)	1158	1293	1,293	942
单价 (元)	399	488	715	1,222
<b>K12 教育</b>				
付费人次 (千人次)	75	185	572	1,856
单价 (元)	784	991	959	882
<b>学前教育</b>				
付费人次 (千人次)	106	597	314	54
单价 (元)	40	44	203	1

资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

**K12 业务大幅增长，持续投入抢占市场份额：**

报告期间，公司 K-12 业务收入同比增长 85.4%，达到 2.951 亿元，付费学生人次同比大幅增长 224.5%，达 185.6 万。其中新东方在线 K-12 课程的付费学生人次同比增长 269.4%，而东方优播课程的付费学生人次同比增长 184.2%。疫情期间公司大幅增加课程内容和投入，并向全国学生提供免费课程，领课人次超 2000 万，而学生流量的暴增带来教辅人员和带宽等营成本开支大幅提升，因而全年业绩出现大额亏损，但也因此在竞争激烈的市场上成功获得了巨额流量，从付费学生人次增长提速可以看出，上半年 K12 付费学生人次 75.5 万，同比增长 158.6%，下半年付费学生人次 110.1 万，同比增速高达 293.2%，公司在今年春季的免费策略取得巨大成功。另一方面，公司加速拓展东方优播业务，持续优化各城市的课程运作，期内成功布局全国 24 个省份的 172 个城市。随着东方优播在全国范围内的不断扩张和推广，规模优势开始显现。

**大学业务战略调整，人均付费水平提升：**

关于大学教育分部，公司进一步完善了产品结构，重点发力价位较高的大学考试和出国考试业务。因此报告期内每名付费学生人次的平均开支由 2019 财年的 715 元大幅提高到 2020 财年的 1222 元。另外公司减少了成人英语业务投入，主要是考虑到疫情使海外考试延后和取消。不过也由于公司战略调整，大学教育业务付费学生人次下降至 94.2 万，同比下滑 27.1%，最终业务收入实现 1.6% 的同比增长，其中大学备考及海外备考总营收同比分别增长 23.7% 和 1.6%。未来我们认为大学业务中大学备考仍有较大发展空间，主要考虑到海外疫情将导致短期内毕业生选择国内考研的倾向提升，而公司作为中国在线备考培训平台龙头，有较强的品牌发展优势。长期来看，海外疫情也必将恢复，而出国培训业务盈利能力一直较高，相信未来公司大学教育业务能力能力将得到提升。

### 获得母公司融资，现金流压力得到释放：

2020年9月8日，公司宣布母公司新东方集团及董事俞敏洪将认购公司5943.2万股股份，认购额约合17.83亿港元。此次公司获得了新的资金，将能够继续支持公司大力发展K12在线教育业务。收购完成后，新东方及俞敏洪将分别持有公司55.20%、2.36%股份，新东方与新东方在线的业务协同性将进一步增强，新东方在线在新东方集团的战略布局中的重要性将进一步提升。我们认为此次融资将极大缓解公司未来几年内的现金流压力，同时加速公司在线教育业务人员扩张与技术升级，为K12业务的扩张与品牌宣传提供充足的弹药支持。根据公告显示，此次认购款中40%的款项用于营销推广、40%的款项用于技术基础设施投资及升级，10%的款项用于教职工招聘及培训，10%的款项用于补充营运资金及其他一般公司用途。

### 维持买入评级，目标价42.7港元：

总体来看，2020财年公司业务正在战略调整，疫情使得未来发展空间仍有提升；K12业务中大班业务继续快速增长，东方优播更是快速扩张，但是各项成本费用均大幅提升，因此近两年亏损是必然结果，对公司现金流将产生较大压力。我们预计公司2020年覆盖城市数量将继续保持高增长，另外我们持续看好中国下沉城市互联网教育模式，下沉城市市场蕴含巨大潜力，广阔的市场空间及成熟的品牌是公司未来高速增长的持续动力。综上，我们给予大学业务2022财年40倍PE，对应估值122亿港币。K12业务目前亏损，但市场空间巨大且收入增长强劲，2022财年收入预计超过9亿元，给予2022财年26倍PS，对应估值276亿港币。学前教育业务目前体量较小，但是公司精简人员后业务也出现盈利的迹象，给予5倍2022财年PS，对应估值3.6亿港币，公司对应市值为402亿港币，目前市值330亿港币，有20%的上升空间，给予“买入”评级。

## 财务报表摘要

## 损益表

&lt;百万元&gt;, 财务年度截至&lt;五月三十一&gt;

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	919	1,081	1,532	2,123	2,824
成本	(413)	(588)	(845)	(1,263)	(1,628)
毛利	506	493	687	860	1,196
其他收入	142	194	7	7	8
销售费用	(444)	(872)	(1,225)	(1,061)	(1,101)
研发费用	(148)	(317)	(460)	(382)	(508)
管理费用	(179)	(333)	(476)	(398)	(524)
联营收益	3	(2)	0	0	0
除税前溢利	(75)	(715)	(1,210)	(815)	(668)
所得税	11	(43)	(47)	(52)	(57)
净利润	(64)	(758)	(1,258)	(867)	(724)

## 增长

总收入 (%)	41.3%	17.6%	41.8%	38.6%	33.1%
净利润 (%)	-178.2%	N/A	N/A	N/A	N/A

## 资产负债表

&lt;百万元&gt;, 财务年度截至&lt;五月三十一&gt;

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
物业, 厂房及设备	30	82	45	58	72
联营公司权益	84	82	84	84	84
长期投资	147	183	147	147	147
递延税项资产	28	0	0	0	0
按金	6	14	6	6	6
其他固定资产		347	347	347	347
固定资产合计	294	708	628	641	655
应收账款	35	42	60	82	110
预付款项	82	71	100	139	185
金融资产	360	278	353	353	353
存款		1,471	0	0	0
货币资金	2,498	480	2,703	2,178	1,648
流动资产合计	2,975	2,341	3,216	2,753	2,295
应付账款	42	34	49	73	94
负债合同	401	420	483	578	596
退款责任	19	36	52	72	95
应计费用	220	344	494	739	953
流动负债合计	682	834	1,078	1,462	1,739
长期负债合计	17	274	285	299	315
股东权益合计	2,570	1,864	2,404	1,556	819

## 财务分析

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
毛利率 (%)	55.1%	45.6%	44.8%	40.5%	42.3%
EBITDA 率 (%)	-8.2%	-66.2%	-79.0%	-38.4%	-23.6%
净利率 (%)	-7.0%	-70.2%	-82.1%	-40.9%	-25.7%
ROE	-2.5%	-40.7%	-52.3%	-55.7%	-88.4%
营运表现					
费用/收入 (%)	83.8%	140.9%	141.0%	86.8%	75.6%
实际税率 (%)	14.5%	-6.0%	-3.9%	-6.3%	-8.5%
应收账款天数	14	14	14	14	14
应付账款天数	36	21	21	21	21
财务状况					
负债/权益	1.16	1.26	1.34	1.77	2.80
收入/总资产	0.28	0.35	0.40	0.63	0.96
总资产/权益	1.27	1.64	1.60	2.18	3.60

## 现金流量表

&lt;百万元&gt;, 财务年度截至&lt;五月三十一&gt;

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
除税前收益	(75)	(715)	(1,210)	(815)	(668)
非现金调整	(81)	4	2	6	(8)
资本变动	135	150	199	317	200
已付所得税及利息	(4)	40	11	14	17
经营活动现金流	(25)	(521)	(999)	(479)	(459)
投资变动	51	0	0	0	0
其他金融资产变动	(14)	61	0	0	0
购买固定资产	(21)	(24)	(32)	(46)	(72)
存款变动	0	(1,471)	1,471	0	0
投资活动现金流	16	(1,433)	1,438	(46)	(72)
实收资本变动	0	(135)	0	0	0
融资	1,702	0	1,783	0	0
融资活动现金流	1,702	(135)	1,783	0	0
现金变化	1,694	(2,090)	2,223	(525)	(530)
期初持有现金	709	2,498	480	2,703	2,178
汇兑变化	95	73	0	0	0
期末持有现金	2,498	480	2,703	2,178	1,648

# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼  
电话：(852) 37696888  
传真：(852) 37696999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>