

新东方在线

FY1H21 大班、优播双线扩张；优播将从快速扩点转向精耕细作

业绩预览

预计 2021 财年上半年净亏损达 6.7 亿元

新东方在线发布盈利预警，预计 2021 财年上半年将录得 6-7 亿元净亏损，基本符合我们的预期。我们预计公司 2021 财年上半年收入约为 6.5 亿元人民币，同比增长 15.3%，其中 K-12 业务保持高速增长，同比增长 150.0%，成人业务受疫情拖累同比下滑。我们预计公司 2021 财年上半年净亏损 6.7 亿元。我们预计公司 2021 财年下半年收入约为 10.3 亿元，同比增长 100.3%。

关注要点

K-12 在线大班快速扩张，线下体验店助推获客。我们预计 2021 财年上半年新东方在线大班收入将同比增长 239%，主要得益于公司发力在线大班业务，加快了进驻新城市的进度。我们认为公司能实现有效扩张的原因在于：1) 公司在 2020 财年就进行了在线系统的准备，疫情期间公司具有较充足客户流量基础与时间打磨在线教师团队；2) 公司具有成熟的、低成本地推经验，目前又通过建立线下体验店推出产品介绍、试听体验等服务，有利于加深学生、家长对于在线课程的印象，助推获客、提升转化率；3) 强势学科英语的优势初见释放。

东方优播进入城市大幅增加，即将进入精耕细作阶段。我们预计 2021 财年上半年东方优播收入将同比增长 120%。截至 2020 年 11 月，东方优播已进入 288 个城市（2020 财年底为 172 个）。疫情加速在线教育渗透率的提升，但同时家长对课外培训提分效果的注重程度也在提高，将利好教学效果更优的小班在线课程，东方优播提前抢占市场，获得先发优势。随着公司已基本达到原定城市数扩张目标，同时小班模式受到市场认可，竞争对手增加，我们预计未来东方优播战略将聚焦在提升单城市营收及利润率等方面。

成人业务受疫情冲击较大，K-12 业务费用增加拖累业绩。我们预计 2021 财年上半年成人业务收入同比下降 21%，但公司推动成人业务与线下资源协同后，受益于师资、产品力提升与线下渠道的扩张，营收或将有所恢复。我们预计公司 2021 财年上半年运营利润率同比下滑 83.5 个百分点。主要原因有：1) 增加 K-12 低价班数量获得新用户；2) 为应对在线业务扩张提前储备教师、运营人员，公司在 2020 财年下半年开始大规模扩招人员，2021 财年下半年依然有人员扩招的计划，可能对利润持续形成压力。

估值与建议

考虑成人业务受到疫情的影响，我们将公司 2021 财年收入预测下调 10.5%，维持 2022 财年收入预测。考虑到大班业务的持续扩张和东方优播利润有望提升，我们将公司 2021 财年调整后归母净利润预测下调 2.2%，基本维持 2022 财年调整后归母净利润预测。我们维持公司跑赢行业评级和基于 2021 财年分部加总估值法的目标价 40.8 港元，较当前股价具 46% 的上行空间。

风险

疫情影响持续；竞争加剧。

赵丽萍

分析师

liping.zhao@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080516060004

SFC CE Ref: BEH709

钱凯

分析师

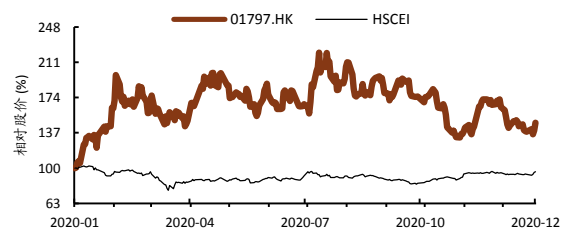
kai.qian@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080513050004

SFC CE Ref: AZA933

维持跑赢行业

股票代码	01797.HK
评级	跑赢行业
最新收盘价	港币 27.90
目标价	港币 40.80
52 周最高价/最低价	港币 43.45~18.20
总市值(亿)	港币 279
30 日日均成交额(百万)	港币 147.89
发行股数(百万)	1,000
其中：自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	5.36
主营行业	科技



(人民币 百万)	2019A	2020A	2021E	2022E
营业收入	919	1,081	1,682	3,483
增速	41.3%	17.6%	55.6%	107.1%
归属母公司净利润	-40	-742	-1,385	-1,132
增速	-143.5%	N.M.	N.M.	N.M.
扣非后净利润	24	-642	-1,085	-1,012
增速	-71.0%	N.M.	N.M.	N.M.
每股净利润	-0.04	-0.79	-1.39	-1.13
每股净资产	2.78	1.99	0.48	-0.65
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-0.03	-0.56	-0.89	-0.19
市盈率	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
市净率	9.0	11.8	51.7	N.M.
EV/EBITDA	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	-1.7%	-23.5%	-47.2%	-38.0%
平均净资产收益率	-2.3%	-33.2%	-118.2%	1298.1%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E
利润表					成长能力				
营业收入	919	1,081	1,682	3,483	营业收入	41.3%	17.6%	55.6%	107.1%
营业成本	-413	-588	-972	-2,000	营业利润	-143.8%	N.M.	N.M.	N.M.
营业费用	-444	-872	-1,326	-1,895	EBITDA	-168.1%	N.M.	N.M.	N.M.
管理费用	-103	-185	-444	-346	净利润	-143.5%	N.M.	N.M.	N.M.
其他	0	0	0	0	扣非后净利润	-71.0%	N.M.	N.M.	N.M.
营业利润	-47	-698	-1,371	-1,121	盈利能力				
财务费用	0	-11	-11	-11	毛利率	55.1%	45.6%	42.2%	42.6%
其他利润	-32	0	0	0	营业利润率	-5.1%	-64.6%	-81.5%	-32.2%
利润总额	-75	-715	-1,371	-1,121	EBITDA 利润率	-7.3%	-64.8%	-80.5%	-31.6%
所得税	11	-43	-14	-11	净利率	-4.3%	-68.7%	-82.3%	-32.5%
少数股东损益	24	16	0	0	扣非后净利率	2.6%	-59.4%	-64.5%	-29.0%
归属母公司净利润	-40	-742	-1,385	-1,132	偿债能力				
EBITDA	-67	-700	-1,354	-1,100	流动比率	4.36	2.57	1.01	0.67
扣非后净利润	24	-642	-1,085	-1,012	速动比率	4.36	2.57	1.01	0.67
资产负债表					现金比率	3.66	0.53	0.08	0.10
货币资金	2,498	480	168	348	资产负债率	21.4%	38.9%	83.0%	120.8%
应收账款及票据	35	42	65	135	净债务资本比率	净现金	净现金	92.6%	净现金
存货	0	0	0	0	回报率分析				
其他流动资产	442	1,819	1,859	1,886	总资产收益率	-1.7%	-23.5%	-47.2%	-38.0%
流动资产合计	2,975	2,341	2,093	2,370	净资产收益率	-2.3%	-33.2%	-118.2%	1298.1%
固定资产及在建工程	30	82	98	147	每股指标				
无形资产及其他长期资产	264	626	626	626	每股净利润 (元)	-0.04	-0.79	-1.39	-1.13
非流动资产合计	294	708	724	773	每股净资产 (元)	2.78	1.99	0.48	-0.65
资产合计	3,269	3,049	2,817	3,143	每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0	0	612	1,048	每股经营现金流 (元)	-0.03	-0.56	-0.89	-0.19
应付账款	42	34	53	66	估值分析				
其他流动负债	640	878	1,399	2,408	市盈率	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
流动负债合计	682	912	2,064	3,522	市净率	9.0	11.8	51.7	N.M.
长期借款	0	0	0	0	EV/EBITDA	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
其他非流动负债	17	274	274	274	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
非流动负债合计	17	274	274	274					
负债合计	698	1,186	2,338	3,796					
股本	0	0	0	0					
未分配利润	2,601	1,864	479	-653					
归母所有者权益	2,602	1,864	479	-653					
少数股东权益	-31	0	0	0					
负债及股东权益合计	3,269	3,049	2,817	3,143					
现金流量表									
税前利润	-75	-715	-1,371	-1,121					
折旧和摊销	8	15	17	21					
营运资本变动	30	16	478	925					
其他	12	163	-14	-11					
经营活动现金流	-25	-521	-890	-186					
资本开支	-21	-80	-34	-70					
其他	37	-1,354	0	0					
投资活动现金流	16	-1,433	-34	-70					
股权融资	1,588	0	0	0					
银行借款	0	0	612	436					
其他	114	-135	0	0					
筹资活动现金流	1,702	-135	612	436					
汇率变动对现金的影响	95	73	0	0					
现金净增加额	1,788	-2,017	-312	180					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

新东方在线成立于 2005 年，为民办教育行业先驱者新东方教育集团旗下在线教育业务运营平台。公司为国内领先的在线教育服务提供商，在大学教育、K-12 教育、学前教育等多个领域拥有强大的核心竞争力和极高的品牌知名度。此外，公司通过在线教育模组向大学、公共图书馆、电信运营商及在线视频内容供应商等机构客户提供教育内容套餐。

图表 1: 盈利预测调整

(人民币 百万)	调整前		调整后		变化	
	FY2021E	FY2022E	FY2021E	FY2022E	FY2021E	FY2022E
收入	1,880	3,483	1,682	3,483	-10.5%	0.0%
学前教育	17	24	21	29	23.1%	23.1%
K-12教育	1,114	2,564	1,007	2,608	-9.6%	1.7%
大学教育	669	808	574	759	-14.2%	-6.1%
B2B业务	80	88	80	88	0.0%	0.0%
毛利润	804	1,464	709	1,482	-11.8%	1.3%
营业利润	-1,267	-1,184	-1,371	-1,121	-8.2%	5.3%
调整后归母净利润	-1,061	-1,004	-1,085	-1,012	-2.2%	-0.7%
毛利率	42.8%	42.0%	42.2%	42.6%	-0.6 ppt	0.5 ppt
经营利润率	-67.4%	-34.0%	-81.5%	-32.2%	-14.1 ppt	1.8 ppt
调整后净利率	-56.4%	-28.8%	-64.5%	-29.0%	-8.1 ppt	-0.2 ppt

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 2: 财务要点

(人民币 百万)	1H20A	2H20A	1H21E	HoH	YoY
收入	568	513	655	27.6%	15.3%
毛利	317	176	267	52.0%	-15.7%
运营利润	-98	-600	-660	n.a.	n.a.
调整后净利润	-40	-618	-516	n.a.	n.a.
调整后每股净利润(元)	-0.04	-0.66	-0.52	n.a.	n.a.
毛利率	55.9%	34.3%	40.9%	6.5 ppt	-15 ppt
运营利润率	-17.3%	-116.9%	-100.8%	16.1 ppt	-83.5 ppt
调整后净利率	-7.0%	-120.5%	-78.9%	41.6 ppt	-71.8 ppt

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 3: 2021 财年分部加总估值法

(人民币 百万)	东方优播 (FY2024)	Koolearn K12课程	大学教育	学前教育	B2B和其他	总计
收入	2,804	515	574	21	80	1,682
调整后净利润	611	(1,181)	115	(11)	32	(1,085)
调整后净利率	22%	(230%)	20%	(50%)	40%	(65%)
估值方法	2024 财年末市盈率折现	P/S	P/E	P/S	P/E	
市场倍数法	50x	15x	30x	5x	10x	
估值	24,609	7,718	3,444	105	318	36,195
持股比例	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	
归属于股东价值	24,609	7,718	3,444	105	318	36,195
稀释后股数 ('000)						999,677
价格 (人民币元)						36.2
港元/人民币						0.8885
价格 (港币元)						40.8

资料来源：公司公告，中金公司研究部

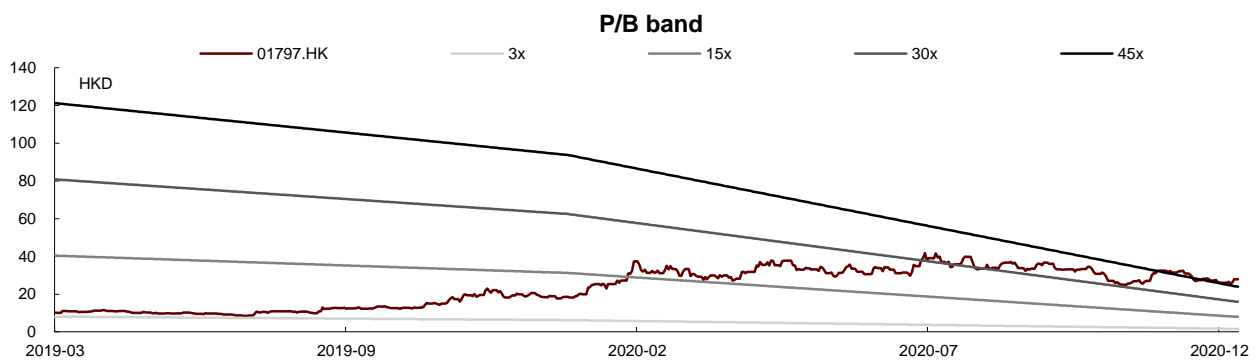
图表 4: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	财报货币	交易货币	目标价	收盘价 12-31	评级	市值(百 万美元)	市盈率			EV/EBITDA		
								2020A/E	2021E	2022E	2020A/E	2021E	2022E
002607.SZ	中公教育*	CNY	CNY	46.00	35.13	跑赢行业	33,192	85.7	65.0	N.M.	60.8	47.4	N.M.
00667.HK	中国东方教育*	CNY	HKD	20.00	18.64	跑赢行业	5,275	50.4	38.8	N.M.	19.5	15.0	N.M.
01797.HK	新东方在线*	CNY	HKD	40.80	27.90	跑赢行业	3,598	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
00839.HK	中教控股*	CNY	HKD	18.00	14.94	跑赢行业	4,144	40.5	23.6	19.3	22.0	14.6	12.0
01765.HK	希望教育*	CNY	HKD	3.00	2.16	跑赢行业	2,016	28.8	18.4	15.8	13.2	10.3	9.1
02001.HK	新高教集团*	CNY	HKD	7.40	4.82	跑赢行业	986	14.5	12.2	9.8	9.4	7.7	6.7
01569.HK	民生教育*	CNY	HKD	2.40	1.13	跑赢行业	615	9.7	8.3	N.M.	5.2	4.7	N.M.
06169.HK	宇华教育*	CNY	HKD	8.20	6.75	中性	2,908	95.2	17.2	14.3	25.9	10.7	9.2
06068.HK	睿见教育	CNY	HKD	n.a.	3.78	n.a.	1,062	12.7	10.7	9.3	11.9	9.2	7.9
01890.HK	中国科培	CNY	HKD	n.a.	5.40	n.a.	1,404	19.8	15.0	11.8	10.9	12.4	9.7
EDU.US	新东方*	USD	USD	195.00	185.81	跑赢行业	31,381	61.2	53.7	36.8	57.1	59.7	33.5
TAL.US	好未来*	USD	USD	70.00	71.51	中性	42,929	192.8	144.5	51.9	267.4	471.7	51.8
DAO.US	有道*	CNY	USD	46.00	26.53	跑赢行业	2,965	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
GSX.US	跟谁学	CNY	USD	n.a.	51.71	n.a.	12,340	N.M.	N.M.	N.M.	95.1	N.M.	N.M.

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期

资料来源：万得资讯、彭博资讯、公司公告、中金公司研究部

图表 5: 市净率区间



资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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，应同时考量各自的投资目的、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，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

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，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司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中金公司的客户、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。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司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，投资者应当考虑到中金公司及/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。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务：新东方在线-H。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，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。

V190624
编辑：樊荣

中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

美国

CICC US Securities, Inc

32th Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

香港

中国国际金融（香港）有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

