证券研究报告—动态报告/行业快评

海外教育

新东方（EDU.N）财报点评

超配

2020 年 10 月 16 日

线下网点持续扩张，OMO 战略持续推进

证券分析师： 荣泽宇 010-88005307 rongzeyu@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519060003

事项：

北京时间 10 月 13 日晚间，新东方公布了 2021 财年第一季度业绩。1) FY21Q1 营收 9.86 亿美元（-8.0%，以美元计增速，后同）。教育方案和服务收入 9.36 亿美元（-6.1%），占总收入的 94.9%。2）Non-GAAP 营业利润 166.13 百万美元（-35.4%），Non-GAAP 营业利润率 15.2%，-7.8%；Non-GAAP 净利润 184.53 百万美元（-19.8%），Non-GAAP 净利润率 18.7%，-2.8%。3）FY21Q1 学习中心及学校数量总数达到 1472 个(其中学校 112 所)，较 FY20Q4 期末环比增加 7 个，与去年同期比同比增加 211 个（+16.7%）。4）FY21Q1 学生报名人数恢复正向增长，达到 296.1 万人（+13.5%）。

国信海外教育观点：

1) 疫情影响仍在，业务逐步恢复，业绩好于预期：新东方 FY21Q1 的运营及财务表现仍受到疫情的一定影响。由于夏季班和秋季班招生时间比往年晚、许多主要城市暑期缩短、北京作为主要城市复课时间延迟等因素叠加，营收同比-8.0%，但整体业绩好于预期，学生报名人次大幅增加的同时留存率有所提高。作为主要增长动力的 K12 业务收入增速达 8.0%；海外考试准备和海外留学咨询业务依然面临较大挑战，Q1 收入下滑幅度较大。我们预期未来随托福和 GRE 考试的重启，Q2 情况有望好转，收入将逐步恢复。

2）线下网点持续扩张，小机构出局加速市占率提升：新东方在 FY21Q1 持续扩张网点，进入 7 个新城市，开设 7 所新的线下培训学校，总教室面积同比增加约 23%，环比增加 1%。未来公司将继续扩大线下业务，Q2 预计新教室和已有教室合计增加 20%~25%的容量。受疫情影响行业进入整合期，一些小机构因缺乏资金和技术，难以维持运营而退出市场竞争。目前公司的扩张举措将进一步获得市场份额，从而巩固市场领先地位和渗透率。

3）OMO（ Online-Merge-Offline）战略持续推进，成效显著：FY21Q1，新东方投入了 3900 万美元用以改善和维护 OMO 集成教育生态系统。在大约 20 个现有城市推出 OMO 在线课程，暑期后 OMO 模型留存率超过了 50.0%，成效显著。OMO 战略有望在今年内有效增加招生人数并加快业务复苏。

4）下季度业绩逐步回升，长期龙头优势明显：随线下培训业务逐步恢复、网点和学生规模的持续扩大、留存率的提升、OMO 模式的推进，FY21Q2 业绩将有望逐步回升。Q2 预计营收 863.7~887.3 百万美元（+10%~13%）。随业务的进一步复苏，在去年同期基数比较低的基础上，Q3 和 Q4 收入增长预计好于 Q2。 同时 Q2 利润率降幅有望进一步收窄，并有望在疫情影响进一步减弱后实现利润率的持续提升。公司的中长期利润率指引维持不变。

长期看，公司通过提升产品服务质量来稳固行业领先地位的发展策略，叠加线下持续扩张和 OMO 模式持续推进的战略，将有助于公司稳固龙头优势。在疫情冲击下，长期有望加速市场整合出清，提升市场占有率。基于对公司长期发展形成的竞争优势，以及本次疫情期间展现出的良好应对能力认可，我们维持对公司的“买入”评级，上调公司合理估值区间至 208.07~239.01 美元（前值为 126.45~156.34 美元）。

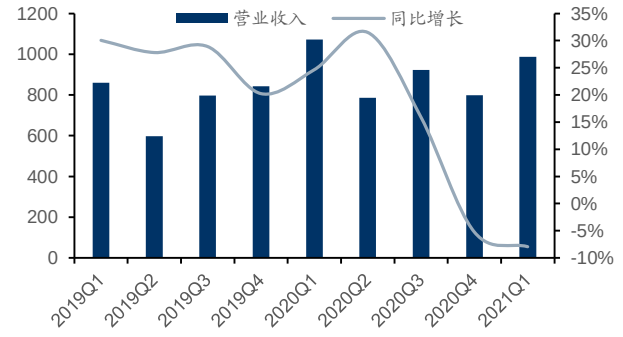
评论：

■ **财务表现：疫情影响持续，业绩好于预期**

FY21Q1 营收 9.86 亿美元（-8.0%，以美元计增速，后同）。成本 4.65 亿美元（+5.6%），成本上升的主要原因是教师薪酬增加和网点数扩张导致的租金成本增加；销售费用 1.17 亿美元（+15.5%），销售费用上涨主要因疫情期间为抓住获客机会，客服和销售人员成本增加所致；管理费用 2.54 亿美元（-10.5%）。Non-GAAP 营业利润率与净利润率分别同比-7.8%和-2.8%。

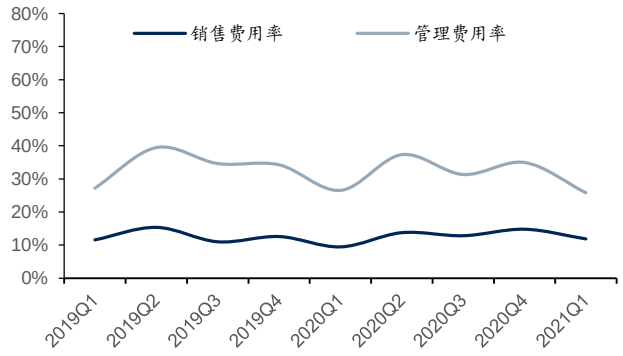
分业务看，K12 业务作为核心业务，收入同比+8.0%，其中优能中学和泡泡少儿收入分别同比+9.0%和 3.5%。收入增长主要因学生人数大幅增长，分别同比+23.0%和 17.0%。海外考试准备业务和海外学习咨询业务受疫情影响较大，收入大幅下滑，分别同比-51.0%和-31.0%。一对一业务收入同比-17.0%。

图 1：新东方各季度营收和同比增速（百万美元，%）



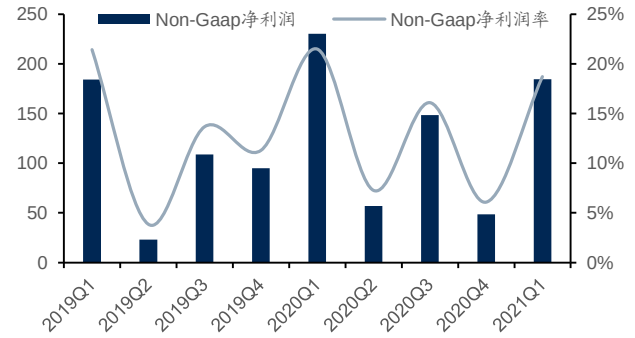
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 2：新东方各季度销售费用率和管理费用率（%）



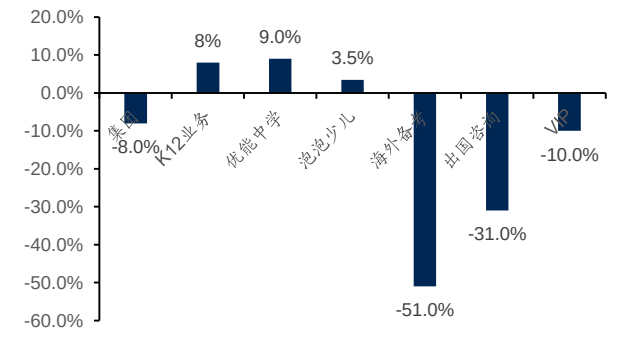
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 3：新东方各季度 Non-GAAP 净利润（百万美元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 4：新东方 FY21Q1 各项业务营收增速（以美元计，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

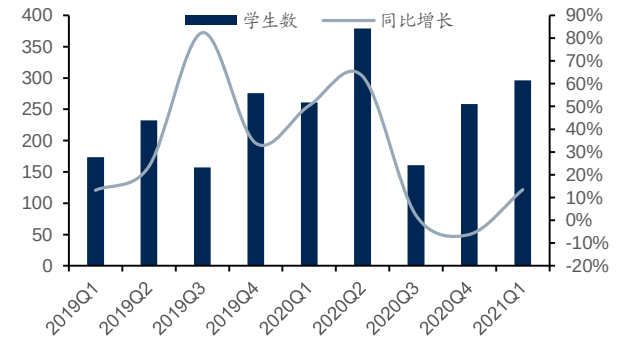
■ **Q1 学生数恢复增长，客单价减速收窄**

FY21Q1 学生人数 296.11 万人（+13.5%），学生数重新恢复增长。低于正常水平的增长主要是由于夏季和秋季学期入学的延迟、许多主要城市暑假缩短了 1-2 周、暑假前疫情反复导致北京等城市的线下课程恢复被推迟等因素叠加所致。暑期促销活动较为成功，总招生人数 107.90 万人（+31.0%），同时学生留存率也同比提高。进入秋季学期后，促销入学的学生留存率约 60.0%，有望提高 FY2021 整个财年收入，促进利润率恢复。

集团课程平均售价以美元计同比-10.0%。以小时计算平均售价同比-2.0%，与上季度比降幅收窄。其中优能中学同比+2.0%，优能中学的一对一业务同比+3.0%；泡泡少儿同比-1.0%；海外考试准备业务+7.0%。与往期正常价格上涨 5.0%~8.0%相比，本季度平均价格下降主要由于：（1）海外备考占比大幅下滑，而海外备考业务平均售价远高于其他业务；（2）夏季在一些主要城市试办了促销性的 OMO 在线课程，提供折扣价；（3）鼓励学生参与更多课程的促销课所导致的低价课

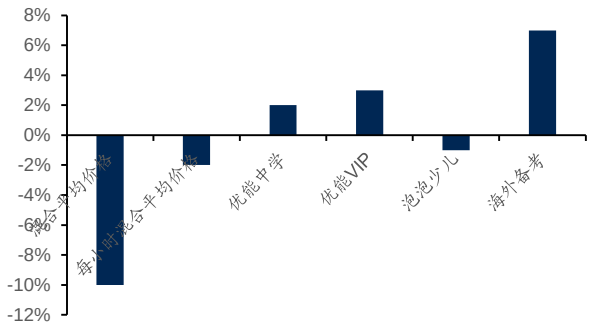
学生占比高。

图 5：新东方各季度学生人数和同比增速（万人，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 6:新东方 FY21Q1 以小时计客单价增速(以人民币计,%)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

■ **网点扩张保持较快速度，不断渗透新城市**

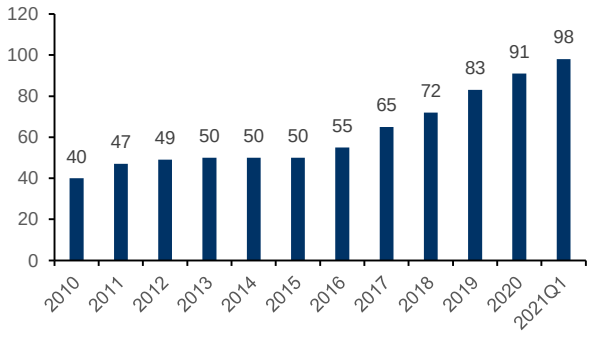
新东方在 FY21Q1 持续扩张网点，进入了七个新城市，在常州，淮安，台州，宜兴，芜湖和嘉兴开设了 7 所新的线下培训学校，总教室面积同比增加约 23.0%，环比增加 1.0%。同时对 46 个现有城市的泡泡少儿业务、28 个现有城市的优能中学业务、10 个新城市中的泡泡少儿和优能中学业务推出了双师课堂。

图 7：新东方网点数增长和同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 8：新东方进入城市数



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

■ **OMO 战略持续推进，成效显著**

FY21Q1，新东方投入了 3900 万美元用以改善和维护 OMO 集成教育生态系统，除 OMO 基础架构外，还为教师的高阶培训计划分配了部分资源，以响应日益增长的需求，提高其在线综合教学技能；同时通过升级技术平台，扩大 OMO 系统中在线工具和内容的使用范围，覆盖整个网络的受众群体，进一步开发更好的教学内容和课件。应用方面，FY21Q1 在大约 20 个现有城市推出 OMO 在线课程，暑期后 OMO 模型留存率超过了 50%，成效初显。

未来公司将持续对数字技术的投资，并在更多线下长期培训课和测试产品中引入 OMO 系统，尤其是针对 K-12 业务和海外备考等关键业务。重点关注需求量大、运营效率高的一些主要城市试行 OMO 在线计划。

OMO 有望成为增长引擎之一，以增加疫情后的获客数量、抓住市场整合的机会、加速公司利润率恢复。

投资建议：看好赛道和龙头长期机遇，维持“买入”评级

我们认为，新东方在本次财报中传递出几个重要信号：1）公司长期发展策略稳定，作为行业龙头具备充足的资源和强大的能力，长期发展优势显著。2）受疫情影响大量中小机构退出，市场开始进入整合出清阶段，公司的持续扩张和渗透能力有助于进一步抢占市场份额。3）OMO 模式成效已初步显现，未来将进一步提升公司收入规模、优化利润率。基于对公司市场地位和核心竞争力的看好，我们维持对公司的“买入”评级，上调公司合理估值区间至 208.07~239.01 美元（前值为 126.45~156.34 美元）。

■ 风险提示

市场竞争激烈，公司招生不及预期；国内疫情影响反复；国际疫情和政治环境影响出国留学业务。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（美元）	收盘价（元）	EPS（美元）			PE			PB
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2019
EDU.N	新东方	买入	162.1	1093.7	3.30	4.65	5.28	49.32	34.94	30.72	8.50

数据来源：wind，公司资料，国信证券经济研究所整理预测

相关研究报告:

《国信证券-教培行业动态点评：新东方：无惧短期疫情影响，龙头之路既稳且坚-200429》 《中国
《国信证券-美股教培公司财报点评：新东方：扩张速度不减，龙头地位更加稳固-200730》 《中国
《国信证券-好未来(TAL.N)财报点评：线上网校迅速增长，线下网点持续扩张-200803》

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032