2020 年 9 月 11 日(星期五)

行业报告

招商证券（香港）有限公司
证券研究部

中国教培行业

攻城略地正加速，战略亏损仍继续

- **暑期和秋季正价课招生增长强劲，留存率可见提高**
- **由于庞大的营销支出以扩大规模并占领市场份额，亏损可能会继续**
- **推荐教培行业，维持新东方（EDU US）的买入评级，维持好未来（TAL US）和新东方在线（1797 HK）的中性评级**

王腾杰
+852 3189 6634
tommywong@cmschina.com.hk

李怡珊
+852 3189 6122
crystalli@cmschina.com.hk

学生人数增长强劲

我们最近的在线教培市场调查显示：1）主要在线K-12教培公司的暑期正价课学生人数达到了先前暑期目标的65%-75%。2）秋季正价课招生情况初步乐观，预计最终很可能达到预定目标的80%-90%，秋季招生目标比暑期高出约10%-20%。3）从特价课到正价课的整体转换率从去年的11%-12%提高到目前的平均约15%（10%-20%的范围）。尤其是猿辅导的转化率达到20%左右，这是因为其特价课的定价较高（为50元人民币，而其他同业为9元人民币），同时正价班的定价略低。4）市场仍处于初期阶段，估计只有40%至50%的渗透率。5）行业头部秋季正价班价格普遍上涨了20%-40%。6）就地区分布而言，猿辅导和学而思网校的1、2线城市的学生略多，而跟谁学（GSX US，未评级）和作业帮的学生则更多在低线城市。

为实现招生规模而牺牲利润

行业内的头部公司为抓住市场机遇、提高市场渗透率，产生了庞大的营销支出，导致净亏损可能会持续下去。主要玩家的总市场投放金额比去年同期大致增长了50%，从而导致获客成本的显着增加。从行业竞争态势来看，这种情况可能还会持续数年。目前，主要玩家特价班的平均获客成本估计为750元人民币，转化率为15%，因此整体正价班获客成本达到5,000元人民币左右。获客成本高于客户每年3,000元的预计花费。我们认为，激进的营销支出和由此导致的亏损并不令人惊讶，但庞大的市场投放规模和持续时间令该行业存在风险。

推荐教培行业：长期看好观点不变

我们对整体教培行业持正面看法。由于行业整合带来的机遇，我们更看好线下教培领头羊。由于线上教培公司盈利可见度较低，我们对在线教培持较为中性的态度。维持新东方买入评级。维持好未来和新东方在线的中性评级。我们的盈利预测和目标价维持不变。

推荐

前次评级	推荐
恒生指数 （2020/9/10）	24,314
国企指数 （2020/9/10）	9,684

行业表现



资料来源：彭博；股价截至2020年9月10日

%	1m	6m	12m
绝对表现	(4.3)	16.3	51.1
相对表现	(2.6)	19.3	61.0

相关报告

1. 教育板块 - K-12政策面消息波及教育板块（推荐）（2020/9/2）
2. 教育板块 - 20财年下半年展望：天地广阔，如日方升（推荐）（2020/7/16）
3. China Tutoring Sector - New Oriental Sanguine offline consolidation outlook (OVERWEIGHT) (Jun 10, 2020)
4. 教育板块 - 近期股价适度回落，乐观前景不变（推荐）（2020/6/8）

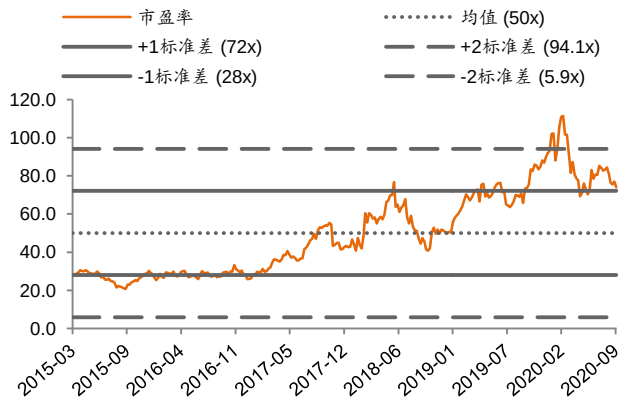
重点公司主要财务指标

公司	股票代码	评级	股价(本币)	目标价(本币)	上涨空间(%)	每股盈利(本币)		市盈率(x)		市净率(x)	净资本回报率(%)	
						FY20	FY21E	FY21E	FY22E	FY21E	FY20	FY21E
新东方	EDU US	买入	144.6	175.0	21.0	3.03	3.33	43.1	30.4	6.9	21.1	17.8
好未来	TAL US	中性	71.8	78.0	8.6	0.01	0.70	136.2	48.8	15.1	(4.3)	11.6
新东方在线	1797 HK	中性	33.0	34.0	3.0	(0.77)	(0.48)	n.a.	n.a.	22.5	(33.2)	(38.1)

资料来源：彭博、招商证券（香港）预测；股价截止至2020年9月10日

重点图表 A

图1: 好未来市盈率区间



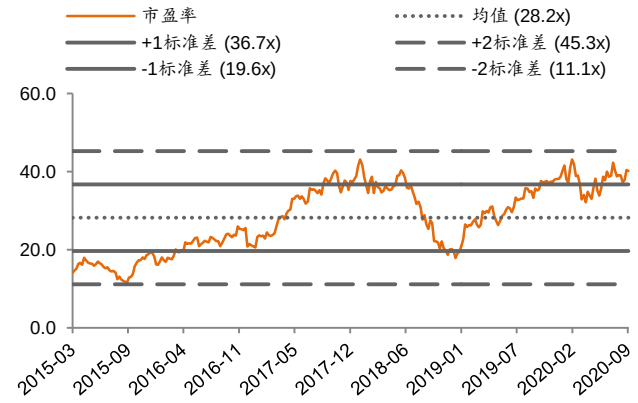
资料来源：公司资料、彭博、招商证券（香港）预测

图2: 好未来市销率区间



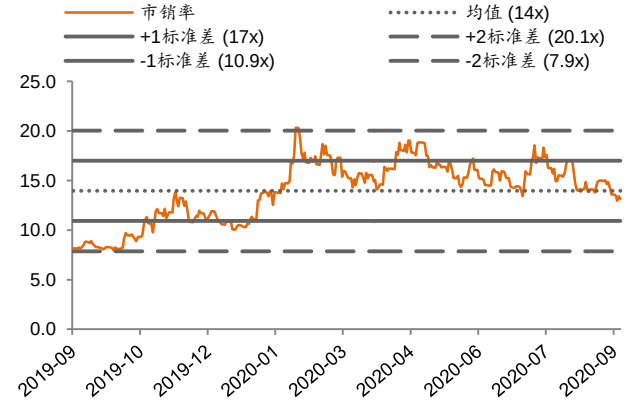
资料来源：公司资料、彭博、招商证券（香港）预测

图3: 新东方市盈率区间



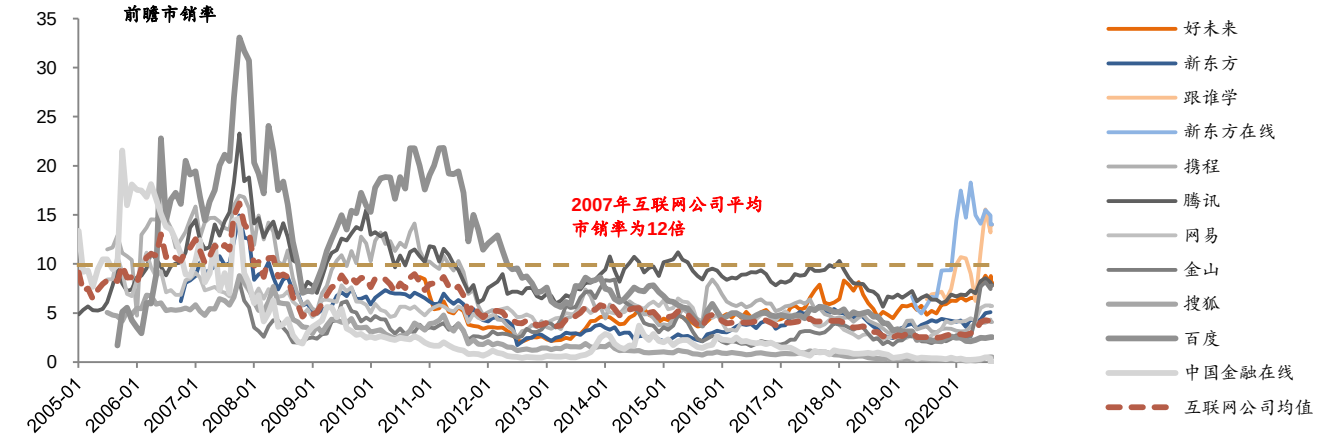
资料来源：公司资料、彭博、招商证券（香港）预测

图4: 新东方在线市销率区间



资料来源：公司资料、彭博、招商证券（香港）预测

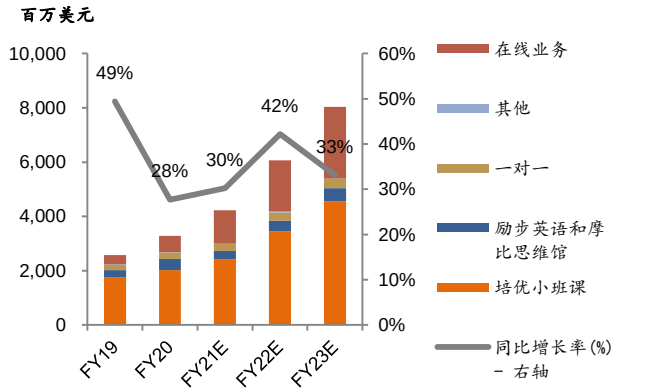
图5: 教培公司与主要互联网公司估值趋势对比：互联网公司2007年峰值期间平均市销率为12倍



资料来源：公司资料、彭博、招商证券（香港）

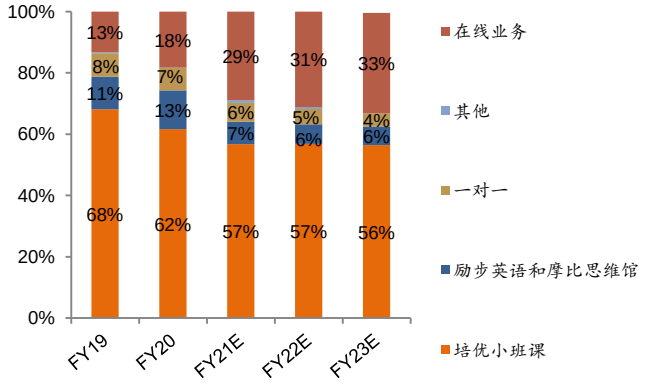
重点图表 B

图6：好未来20-22财年预计收入年复合增速将达36%



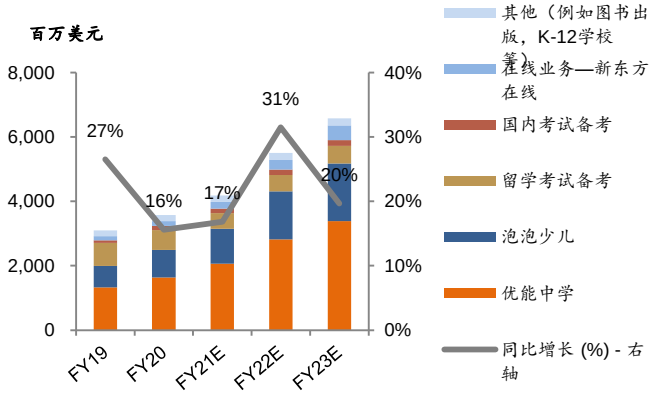
资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图7：好未来收入组成：受益于更高的增速，在线业务收入占比将进一步增加



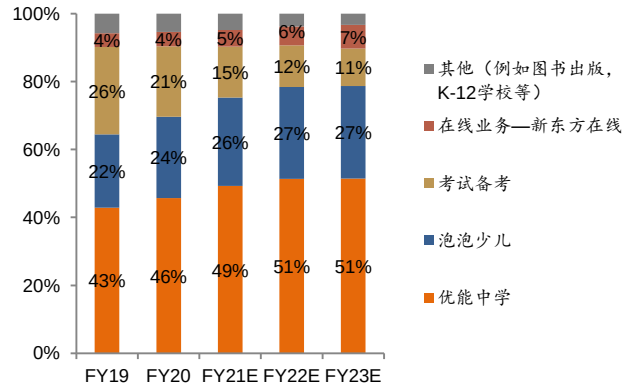
资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图8：新东方20-22财年预计收入年复合增速将达24%



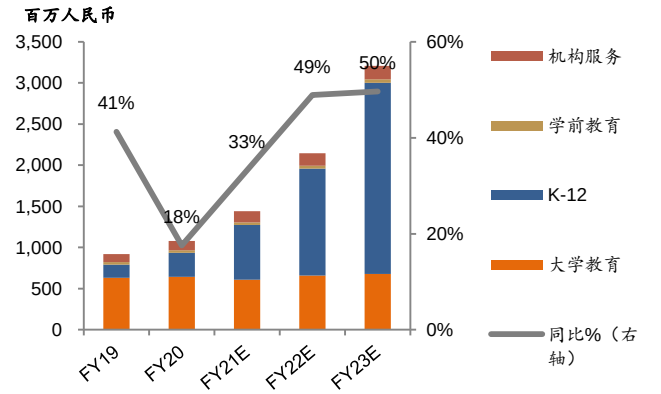
资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图9：新东方收入组成：未来3年K-12业务收入占比将达近80%



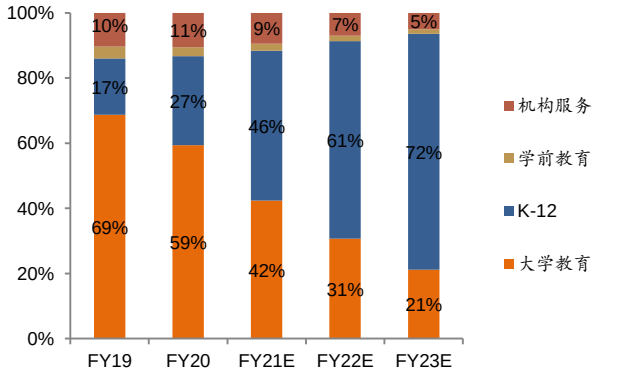
资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图10：新东方在线20-22财年预计收入年复合增速将达41%



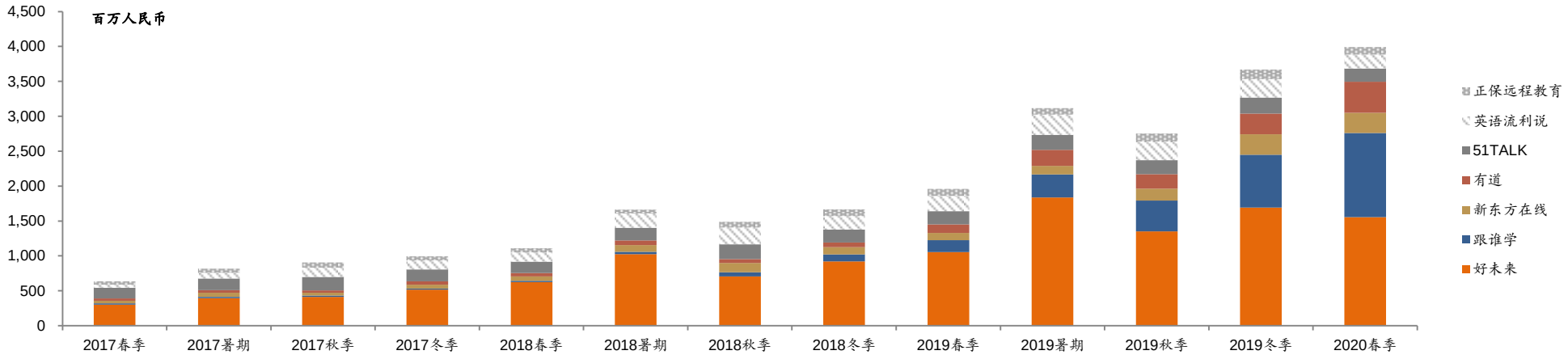
资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图11：新东方在线收入组成：未来3年K-12业务收入占比将显著提升



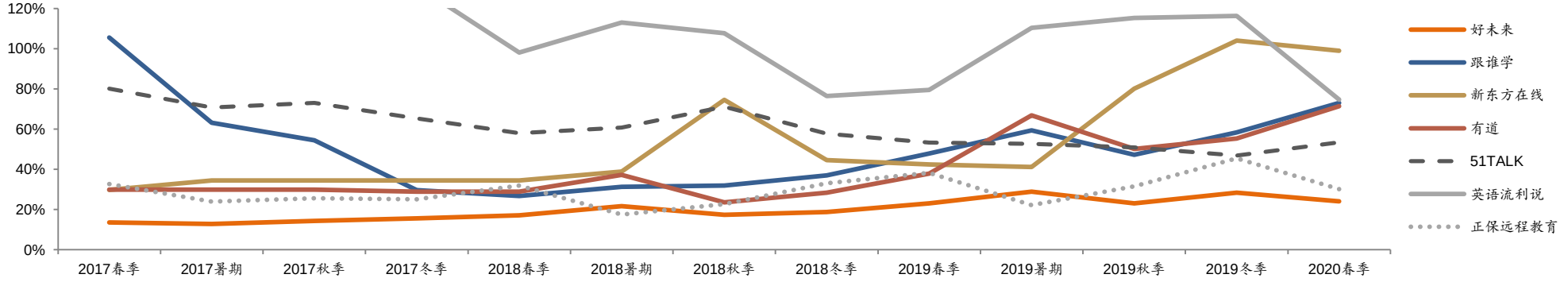
资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图12: 在线教育市场营销费用显著增加



资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测；注：新东方在线季度数据基于招商证券（香港）预测

图13: 新东方在线、有道和跟谁学的市场营销费用/收入比率急速上升；好未来市场营销费用/收入比率上升幅度不显著，是由于线下业务庞大的收入基数（我们预计好未来在线业务2020年春季学期调整后市场营销/收入比率为130%）



资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测；注：新东方在线季度数据基于招商证券（香港）预测

图14: 教培行业同业对比

公司名称	股票代码	股价（当地货币）	招商证券 评级	招商证券 目标价（当地货币）	招商证券 上涨空间（%）	市值（百万美元）	3个月平均交易量（百万美元）	P/E (x) FY20	P/E (x) FY21E	P/E (x) FY22E	PEG* (%) FY21E	P/S (x) FY21E	P/S (x) FY22E	PSG* (%) FY21E	收入年复合增长率 (%) 2020-2022 CAGR	每股盈利年复合增长率 (%) 2020-2022 CAGR
恒生指数		24,314						n.a.	12.8	10.6	n.a.	1.6	1.4	n.a.	n.a.	n.a.
国企指数		9,684						n.a.	9.4	8.3	n.a.	1.1	1.0	n.a.	n.a.	n.a.
线下教培中国公司																
新东方	EDU US	144.6	买入	175.0	21.0	22,915	145.7	46.4	43.1	30.4	174.5	5.5	4.2	22.9	23.9	24.7
好未来	TAL US	71.8	中性	78.0	8.6	43,116	215.0	150.7	136.2	48.8	190.6	10.1	7.1	30.9	32.7	71.5
东方	667 HK	17.4	未评级	n.a.	n.a.	4,930	8.6	38.4	28.4	23.5	104.7	6.7	5.7	31.1	21.7	27.2
思考乐	1769 HK	22.0	未评级	n.a.	n.a.	1,574	3.9	69.6	49.2	34.4	127.5	8.6	6.2	21.2	40.7	38.6
朴新	NEW US	9.1	未评级	n.a.	n.a.	792	4.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	98.3
精锐	ONE US	4.4	未评级	n.a.	n.a.	713	1.8	n.a.	14.3	9.7	n.a.	1.0	0.8	3.0	33.0	n.a.
昂立	600661 CH	15.7	未评级	n.a.	n.a.	660	3.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
卓越	3978 HK	3.2	未评级	n.a.	n.a.	351	0.5	18.8	11.7	8.7	24.3	1.1	0.9	4.3	25.1	48.1
瑞思英语	REDU US	5.5	未评级	n.a.	n.a.	308	7.9	n.a.	12.5	9.1	n.a.	1.3	1.1	3.4	38.3	n.a.
达内	TEDU US	1.5	未评级	n.a.	n.a.	83	1.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
四季教育	FEDU US	1.0	未评级	n.a.	n.a.	44	0.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
在线教培中国公司																
新东方在线	1797 HK	33.0	中性	34.0	3.0	4,002	30.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	16.0	9.8	39.1	40.9	56.8
跟谁学	GSX US	80.1	未评级	n.a.	n.a.	19,106	438.2	253.7	63.5	36.7	68.4	11.3	7.7	18.5	61.4	92.8
有道	DAO US	23.7	未评级	n.a.	n.a.	2,652	15.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.4	2.3	5.3	64.9	n.a.
51 Talk	COE US	19.7	未评级	n.a.	n.a.	422	0.9	26.9	16.2	n.a.	n.a.	1.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
正保远程教育	DL US	9.1	未评级	n.a.	n.a.	306	0.6	23.3	20.6	9.3	36.1	1.3	1.2	10.7	12.5	57.0
流利说	LAIX US	2.1	未评级	n.a.	n.a.	101	0.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.5	0.4	1.7	29.0	n.a.
非中国公司																
	PSO US	6.8	未评级	n.a.	n.a.	5,135	3.0	19.7	13.9	13.1	57.6	1.1	1.1	24.6	4.6	24.2
	LOPE US	86.2	未评级	n.a.	n.a.	4,075	30.2	16.3	14.5	n.a.	n.a.	4.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	LAUR US	12.2	未评级	n.a.	n.a.	2,556	10.8	n.a.	14.4	n.a.	n.a.	1.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	STRA US	90.2	未评级	n.a.	n.a.	2,203	37.7	17.2	15.5	n.a.	n.a.	2.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	GHC US	398.9	未评级	n.a.	n.a.	2,039	12.6	15.9	15.1	10.6	60.6	0.7	0.7	13.2	5.4	24.9
	LRN US	30.6	未评级	n.a.	n.a.	1,262	68.9	51.8	24.8	22.3	46.9	1.0	0.9	6.5	14.8	52.8
	ATGE US	31.3	未评级	n.a.	n.a.	1,624	14.1	n.a.	12.1	10.7	72.1	1.5	1.4	38.0	4.0	16.8
	HMHC US	2.2	未评级	n.a.	n.a.	281	13.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.2	0.2	2.3	10.0	n.a.
均值-中国线下教培								**64.8**	**42.2**	**23.5**	**124.3**	**4.9**	**3.7**	**16.7**	**30.8**	**51.4**
均值-中国在线教培								**101.3**	**33.4**	**23.0**	**52.3**	**5.6**	**4.3**	**15.1**	**41.7**	**68.9**
均值-非中国								**24.2**	**15.8**	**14.2**	**59.3**	**1.5**	**0.9**	**16.9**	**7.8**	**29.7**
均值（所有）								**57.6**	**29.8**	**20.6**	**87.6**	**3.8**	**3.0**	**16.3**	**27.2**	**48.7**

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测；股价截至2020年9月10日。注：所有未评级股票信息来源于彭博。

**PEG计算：基于21财年预测市盈率以及20-22财年预测每股盈利年复合增速；PSG计算：基于21财年预测市净率以及20-22财年预测销售收入年复合增速。*

财务预测（好未来）

资产负债表

（百万美元）	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
年结	2.28	2.29	2.28	2.28	2.28
物业、厂房及设备	288	367	450	553	672
无形资产及商誉	489	438	446	453	462
股权投资	851	572	711	641	676
其他非流动资产	362	1,699	1,869	2,056	2,262
非流动资产	**1,989**	**3,075**	**3,476**	**3,704**	**4,072**
现金及等价物	1,247	1,874	1,802	2,672	3,801
抵押存款及定期存款	9	28	28	28	28
短期投资	268	345	397	457	525
应收账款	3	4	9	13	17
存货	8	26	46	62	82
其他流动资产	210	219	252	289	333
流动资产	**1,746**	**2,496**	**2,534**	**3,521**	**4,786**
总资产	**3,735**	**5,571**	**6,011**	**7,226**	**8,858**
短期债务	210	0	0	0	0
应付账款	106	118	(101)	(137)	(187)
递延收入	434	780	1,016	1,445	1,924
其他流动资产	434	909	954	1,002	1,052
流动负债	**1,184**	**1,807**	**1,870**	**2,309**	**2,789**
长期债务	0	262	275	289	303
其他非流动负债	21	959	1,006	1,057	1,110
非流动负债	**21**	**1,220**	**1,282**	**1,346**	**1,413**
总负债	**1,205**	**3,027**	**3,151**	**3,655**	**4,201**
总净资产	**2,530**	**2,544**	**2,860**	**3,571**	**4,657**
股本	0	0	0	0	0
储备	2,484	2,516	2,828	3,536	4,619
股东权益	**2,484**	**2,516**	**2,828**	**3,536**	**4,619**
非控股权益	47	28	31	34	38
总权益	**2,530**	**2,544**	**2,860**	**3,571**	**4,657**
总债务	210	262	275	289	303
净现金/(债务)	**1,046**	**1,640**	**1,555**	**2,411**	**3,498**

现金流量表

（百万美元）	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
年结	2.28	2.29	2.28	2.28	2.28
税前利润	367	(110)	313	708	1,083
折旧摊销	89	115	105	112	123
运营资本变化	46	(7)	(244)	(57)	(73)
其他	(308)	858	249	439	485
经营活动净现金	**194**	**856**	**423**	**1,202**	**1,617**
资本开支	(137)	(178)	(175)	(201)	(227)
并购	(67)	(7)	0	0	0
投资	6	(100)	(213)	(12)	(126)
其他	31	(55)	(170)	(187)	(206)
投资活动净现金	**(167)**	**(339)**	**(558)**	**(400)**	**(559)**
已付股利	0	0	0	0	0
股票融资 （已注销）	501	2	0	0	0
债务融资（已偿还）	190	270	13	14	14
其他	(216)	(141)	51	53	56
融资活动净现金	**475**	**131**	**64**	**67**	**71**
汇兑损益	33	3	0	0	0
现金净变动	**536**	**651**	**(71)**	**869**	**1,129**
期初现金	728	1,264	1,915	1,844	2,713
限制现金	17	41	41	41	41
期末现金	**1,247**	**1,874**	**1,802**	**2,672**	**3,801**

利润表

（百万美元）	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
年结	2.28	2.29	2.28	2.28	2.28
收入	**2,563**	**3,273**	**4,263**	**6,062**	**8,071**
销售成本	(1,164)	(1,469)	(2,004)	(2,728)	(3,569)
毛利	**1,399**	**1,805**	**2,259**	**3,334**	**4,502**
销售费用	(484)	(853)	(1,066)	(1,176)	(1,668)
行政费用	(580)	(795)	(1,052)	(1,424)	(1,703)
其他收益/损失	7	-20	5	0	0
报告经营利润	**342**	**137**	**145**	**734**	**1,131**
净利息收入	42	61	109	162	220
其他收入	74	(249)	124	0	0
税前利润	**457**	**(51)**	**378**	**896**	**1,351**
税费	(77)	(69)	(74)	(192)	(273)
税后利润	**381**	**(120)**	**304**	**704**	**1,078**
股权投资损失	(16)	(8)	3	0	0
非控股权益	3	17	5	4	4
报告净利润	**367**	**(110)**	**313**	**708**	**1,083**
非 GAAP 调整项					
非 GAAP 经营利润	**419**	**255**	**273**	**910**	**1,373**
非 GAAP 净利润	**445**	**8**	**440**	**884**	**1,325**
非 GAAP 核心净利润	**371**	**286**	**317**	**884**	**1,325**
非 GAAP 每股盈利(美元)	**0.74**	**0.01**	**0.70**	**1.41**	**2.12**
非 GAAP 核心每股盈利(美元)	**0.62**	**0.48**	**0.51**	**1.41**	**2.12**

财务比率

	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
年结	2.28	2.29	2.28	2.28	2.28
同比增长率(%)					
收入	49.4	27.7	30.2	42.2	33.1
毛利	68.0	29.0	25.2	47.6	35.0
报告经营利润	63.7	(59.8)	5.4	406.9	54.1
报告净利润	85.1	n.a.	n.a.	126.6	52.9
非 GAAP 经营利润	63.8	(39.0)	6.8	233.7	50.9
非 GAAP 净利润	81.0	(98.3)	5,583.5	100.7	49.9
非 GAAP 核心净利润	60.7	(22.9)	10.7	179.1	49.9
利润率(%)					
毛利	54.6	55.1	53.0	55.0	55.8
报告经营利润	13.3	4.2	3.4	12.1	14.0
报告净利润	0.1	0.5	0.1	0.1	0.1
非 GAAP 经营利润	16.3	7.8	6.4	15.0	17.0
非 GAAP 净利润	17.3	0.2	10.3	14.6	16.4
非 GAAP 核心净利润	14.5	8.7	7.4	14.6	16.4
有效税率(%)	16.7	N/A	19.6	21.4	20.2
流动比率(%)	1.5	1.4	1.4	1.5	1.7
净现金/股权比例(%)	0.4	0.6	0.5	0.7	0.8
回报率(%)					
资产周转率 (x)	0.8	0.7	0.7	0.9	1.0
财务杠杆比率 (x)	1.6	1.8	2.1	2.1	2.0
息税前利润率(%)	13.3	4.2	3.4	12.1	14.0
利息负担(x)	1.3	(0.4)	2.6	1.2	1.2
税项负担(x)	0.8	2.2	0.8	0.8	0.8
ROE (%)	**17.6**	**(4.3)**	**11.6**	**22.0**	**26.3**
市盈率(x)	**116.3**	**150.7**	**136.2**	**48.8**	**32.6**
市净率(x)	**17.0**	**16.9**	**15.1**	**12.1**	**9.3**

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

财务预测（新东方）

资产负债表

（百万美元）	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
年結	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
物业、厂房及设备净额	532	672	921	1,176	1,507
无形资产及商誉	94	91	92	92	92
长期投资	405	431	440	449	457
其他长期资产	150	1,606	1,591	1,599	1,595
非流动资产	**1,180**	**2,800**	**3,044**	**3,314**	**3,651**
现金及等价物	1,414	915	688	1,930	2,386
抵押存款及短期存款	109	285	290	296	302
短期投资	1,669	2,318	2,365	2,412	2,460
应收账款	3	4	8	10	13
存货	29	31	66	82	102
其他流动资产	242	203	223	213	218
流动资产	**3,466**	**3,756**	**3,640**	**4,943**	**5,481**
总资产	**4,647**	**6,557**	**6,684**	**8,257**	**9,132**
短期债务	0	0	0	0	0
应付账款	34	33	73	91	113
递延收入	1,301	1,324	1,743	2,290	2,537
其他流动资产	671	1,122	896	1,009	953
流动负债	**2,006**	**2,479**	**2,713**	**3,390**	**3,603**
长期债务	96	118	118	118	118
其他非流动负债	19	1,090	554	822	688
非流动负债	**115**	**1,208**	**672**	**940**	**806**
总负债	**2,121**	**3,687**	**3,385**	**4,330**	**4,409**
总净资产	**2,525**	**2,870**	**3,299**	**3,927**	**4,722**
股本	2	2	2	2	2
储备	2,359	2,735	3,165	3,792	4,588
股东权益	**2,361**	**2,737**	**3,166**	**3,794**	**4,589**
非控股权益	164	133	133	133	133
总权益	**2,525**	**2,870**	**3,299**	**3,927**	**4,722**
总债务	96	118	118	118	118
净现金/(债务)	**1,318**	**797**	**571**	**1,812**	**2,268**

现金流量表

（百万美元）	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
年結	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
税前利润	238	413	429	628	795
折旧摊销	114	121	131	141	153
运营资本变化	38	19	421	546	247
其他	416	525	(245)	123	(61)
经营活动净现金	**806**	**1,079**	**736**	**1,437**	**1,134**
资本开支	(252)	(331)	(376)	(392)	(481)
并购	(5)	1	(5)	(2)	(4)
投资	(17)	(852)	(61)	(62)	(63)
其他	(300)	(1,457)	15	(8)	4
投资活动净现金	**(575)**	**(2,639)**	**(427)**	**(464)**	**(544)**
已付股利	0	0	0	0	0
股票融资（已注销）	0	0	0	0	0
债务融资（已偿还）	0	0	0	0	0
其他	267	1,061	(536)	268	(134)
融资活动净现金	**267**	**1,061**	**(536)**	**268**	**(134)**
汇兑损益	(66)	0	0	0	0
现金净变动	**431**	**(499)**	**(227)**	**1,241**	**456**
期初现金	987	1,418	919	692	1,934
期末现金	**1,418**	**919**	**692**	**1,934**	**2,390**
期末现金(剔除抵押存款)	**1,414**	**915**	**688**	**1,930**	**2,386**

利润表

（百万美元）	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
年結	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
收入	**3,096**	**3,579**	**4,182**	**5,497**	**6,579**
销售成本	(1,376)	(1,589)	(1,862)	(2,440)	(2,922)
毛利	**1,720**	**1,990**	**2,320**	**3,057**	**3,657**
销售费用	(384)	(445)	(643)	(775)	(947)
行政费用	(1,034)	(1,146)	(1,282)	(1,681)	(1,935)
总营运开支	**(1,418)**	**(1,591)**	**(1,925)**	**(2,457)**	**(2,882)**
出售附属公司收益	3.63	0.00	0.00	0.00	0.00
经营利润	**306**	**399**	**395**	**600**	**775**
净投资收入	96	95	140	185	221
其他收入	(86)	(6)	15	20	24
税前利润	**316**	**488**	**550**	**805**	**1,020**
税项	(86)	(134)	(121)	(177)	(224)
税后利润	**230**	**353**	**429**	**628**	**1,020**
股权投资损失	(2)	1	0	0	0
非控股权益	10	58	0	0	0
报告净利润	**238**	**413**	**429**	**628**	**795**
非 GAAP 项目：					
非 GAAP 经营利润	**377**	**461**	**497**	**725**	**941**
非 GAAP 净利润	**411**	**484**	**532**	**753**	**962**
非 GAAP 核心净利润	**410**	**494**	**532**	**753**	**962**
非 GAAP 每股盈利 (美元)	**2.58**	**3.03**	**3.33**	**4.72**	**6.03**
非 GAAP 核心每股盈利 (美元)	**2.58**	**3.10**	**3.33**	**4.72**	**6.03**

财务比率

	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
年結	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
同比增长率(%)					
收入	26.5	15.6	16.8	31.5	19.7
毛利	24.5	15.7	16.6	31.8	19.6
报告经营利润	16.2	30.6	(1.1)	52.1	29.1
报告净利润	(19.6)	73.6	3.8	46.3	26.7
非 GAAP 经营利润	17.6	22.3	7.8	45.9	29.7
非 GAAP 净利润	16.3	17.8	9.8	41.6	27.7
非 GAAP 调整后净利润	19.2	20.3	7.7	41.6	27.7
利润率(%)					
毛利	55.6	55.6	55.5	55.6	55.6
报告经营利润	9.9	11.1	9.4	10.9	11.8
报告净利润	7.7	11.5	10.3	11.4	12.1
非 GAAP 经营利润	12.2	12.9	11.9	13.2	14.3
非 GAAP 净利润	13.3	13.5	12.7	13.7	14.6
非 GAAP 核心净利润	13.3	13.8	12.7	13.7	14.6
有效税率(%)	27.1	27.5	22.0	22.0	22.0
流动比率(%)	1.7	1.5	0.9	0.7	0.7
净现金/股权比例(%)	0.5	0.3	0.2	0.5	0.5
回报率(%)					
资产周转率 (x)	0.7	0.6	0.6	0.7	0.8
财务杠杆比率 (x)	1.8	2.1	2.1	2.1	2.0
EBIT 利润率(%)	9.9	11.1	9.4	10.9	11.8
利息负担(x)	1.0	1.2	1.4	1.3	1.3
税项负担(x)	1.0	1.2	1.0	1.0	0.8
ROE (%)	**13.8**	**21.1**	**17.8**	**22.3**	**18.4**
市盈率(x)	**55.8**	**46.4**	**43.1**	**30.4**	**23.8**
市净率(x)	**9.1**	**8.0**	**6.9**	**5.8**	**4.9**

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

财务预测（新东方在线）

资产负债表

（百万人民币）	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
年结	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
物业及设备	30	82	135	191	250
投资	237	280	253	260	251
其他非流动资产	28	347	540	742	954
非流动资产	**294**	**708**	**928**	**1,194**	**1,455**
应收账款	35	42	34	27	22
预付款项	82	71	57	45	36
投资	353	278	222	178	142
银行结余及现金	2,498	480	308	423	1,332
其他流动资产	7	1,471	1,029	721	504
流动资产	**2,975**	**2,341**	**1,650**	**1,393**	**2,037**
总资产	**3,269**	**3,049**	**2,579**	**2,588**	**3,492**
合约负债	401	420	592	857	1,300
应付账款	42	34	42	42	46
其他应付款项	220	344	310	359	368
其他流动负债	20	114	108	114	115
流动负债	**682**	**912**	**1,051**	**1,372**	**1,829**
非流动负债	**17**	**274**	**269**	**272**	**270**
总负债	**698**	**1,186**	**1,321**	**1,644**	**2,099**
净资产	**2,570**	**1,864**	**1,258**	**944**	**1,393**
股本	0	0	0	0	0
储备	2,601	1,864	1,258	944	1,393
股东权益	**2,602**	**1,864**	**1,258**	**944**	**1,393**
非控股权益	(31)	0	0	0	0
总权益	**2,570**	**1,864**	**1,258**	**944**	**1,393**
总债务	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
净现金/(债务)	**2,851**	**758**	**531**	**601**	**1,332**

现金流量表

（百万人民币）	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
年结	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
税前（亏损）利润	**(75)**	**(715)**	**(638)**	**(331)**	**473**
物业及设备折旧	9	89	109	133	161
运营资本变化	135	105	162	339	471
其他	(93)	0	27	19	(25)
经营活动净现金	**(25)**	**(521)**	**(339)**	**161**	**1,080**
投资	37	(1,468)	523	346	261
资本开支	(21)	34	(356)	(392)	(431)
其他	0	(0)	0	0	0
投资活动净现金	**16**	**(1,433)**	**167**	**(46)**	**(170)**
实收资本变动	0	31	0	0	0
股票融资变动	1,702	(167)	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
融资活动净现金	**1,702**	**(135)**	**0**	**0**	**0**
现金净变动	**1,694**	**(2,090)**	**(172)**	**115**	**910**
期初现金	709	2,498	480	308	423
汇兑损益	95	73	0	0	0
期末现金	**2,498**	**480**	**308**	**423**	**1,332**

利润表

（百万人民币）	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
年结	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
收入	**919**	**1,081**	**1,440**	**2,144**	**3,208**
销售成本	(412)	(588)	(695)	(1,017)	(1,548)
毛利	**506**	**493**	**744**	**1,127**	**1,660**
销售费用	(444)	(872)	(1,008)	(1,072)	(802)
研发费用	(148)	(317)	(245)	(257)	(257)
行政费用	(103)	(185)	(202)	(214)	(225)
经营利润	**(188)**	**(881)**	**(710)**	**(416)**	**376**
其他收入	143	196	72	86	96
其他收益及亏损	(29)	(3)	0	0	0
税前利润	**(75)**	**(715)**	**(638)**	**(331)**	**473**
税项	11	(43)	32	17	(24)
净利润	**(64)**	**(758)**	**(606)**	**(314)**	**449**
非控股权益	(24)	(16)	(11)	(8)	(6)
归母净利润	**(40)**	**(742)**	**(594)**	**(306)**	**455**
一次性项目(包含职工激励)	50	(22)	(144)	(172)	(192)
核心净利润	**(89)**	**(720)**	**(450)**	**(135)**	**647**
非 IFRS 经营利润	**(134)**	**(761)**	**(566)**	**(245)**	**569**
非 IFRS 净利润	**24**	**(658)**	**(450)**	**(135)**	**647**
每股收益（人民币）	**-0.06**	**-0.79**	**-0.63**	**-0.33**	**0.48**
核心每股收益（人民币）	**-0.14**	**-0.77**	**-0.48**	**-0.14**	**0.69**
非 IFRS 每股收益（人民币）	**0.04**	**-0.70**	**-0.48**	**-0.14**	**0.69**

财务比率

	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
年结	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
同比增长率(%)					
收入	41.3	17.6	33.2	48.9	49.6
毛利	27.3	(2.6)	51.0	51.5	47.2
经营利润	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
归母净利润	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
核心净利润	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
非 IFRS 经营利润	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
非 IFRS 净利润	(71.0)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
利润率(%)					
毛利	55.1	45.6	51.7	52.6	51.7
经营利润	(20.5)	(81.5)	(49.3)	(19.4)	11.7
归母净利润	(4.3)	(68.7)	(41.3)	(14.3)	14.2
核心净利润	(9.7)	(66.6)	(31.3)	(6.3)	20.2
非 IFRS 净利润	2.6	(60.9)	(31.3)	(6.3)	20.2
有效税率(%)	14.5	(6.0)	5.0	n.a.	5.0
流动比率(x)	4.4	2.6	1.6	1.0	1.1
净现金/股权比例(%)	110.9	40.7	42.2	63.6	95.7
ROE (%)	**(2.3)**	**(33.2)**	**(38.1)**	**(27.8)**	**38.9**
市盈率(x)	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**	**43.8**
市净率(x)	**11.0**	**15.2**	**22.5**	**30.0**	**20.3**
市销率(x)	**30.8**	**26.2**	**16.0**	**9.8**	**6.3**

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法; (ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html 或 http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure。

免责条款

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料，但招商证券（香港）有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工（统称"招商证券"）对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失，概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券，工具或策略，可能并不适合所有投资者，某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制，不能在全球范围内不受限制地提供，和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外，招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计，可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析，基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准，此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时，并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息，并承担风险。投资者须按照自己的判断，决定是否使用本报告所载的内容和信息，并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及 / 或税务专业意见，并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险，而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到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业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港
招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828