

新东方 (9901.HK) 3QFY21 业绩： 业绩超预期，收入指引强劲；持续 关注 K12 教培监管新规

赵丹

互联网分析师

dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超

助理分析师

charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2021年4月21日

· **业绩超市场预期，4QFY21 收入指引强劲：**新东方 3QFY21 收入同比增长 29%，达到 11.9 亿美元，高于市场预期 4.4%。K12 培训业务仍是公司的主要增长驱动，同比增长 37%。本季度调整后经营利润率为 9.7%，较上季度的跌幅缩窄，持续恢复。调整后净利润为 1.6 亿美元，同比增长 9.9%，高于市场预期的 1.2 亿美元。此外，公司 4QFY21 收入指引同比增长 38%~43%，保持强劲增长势头，中位数较市场预期高 2.6%。

· **K12 仍是主要增长驱动，留学相关业务逐步复苏：**本季度，K12 业务收入同比增长 37%，报名人次同比增长 57%；其中中学业务收入和报名人次同比分别增长 35%和 56%；少儿业务收入和报名人次同比分别增长 40%和 61%。本季度，留学考试业务同比收入下降 12%，而留学咨询和游学同比收入上升 11%。

· **持续扩张网点布局，OMO 助力扩大服务半径：**本季度课后辅导及备考课程学生报名人次约 230 万，同比增长 43%。学校及学习中心总数同比增加 209 间至 1,625 间，环比增加 107 间。公司将持续线下业务扩张，本财年目标增加 20%的教室容量，包括建设新的学习中心和扩大教室面积等。此外，在冬季学期，OMO 在线课程在绝大多数现有城市和大约 25 个新的周边卫星城市开设，以较低成本吸引了大量的新客户。本季度，OMO 收入贡献约个位数，公司预计明年收入的贡献占比或超 10%。

· **政策细节尚未公布，公司预料对营收影响可控：**近期，政府有意收紧课外培训辅导市场，加大对课外培训机构的规管，减轻学生负担。目前相关政策细节尚未公布，公司预料不会对收入造成重大影响，而短期相应费用支出或将有所增加，以符合监管要求。

· **公司指引：**鉴于国内疫情趋于稳定，公司预计市场对课后辅导的基本需求将快速上升，未来几个季度将趋于正常水平。公司对 4QFY21 的指引保持强劲，预计总营收 1,101.9~1,141.8 百万美元，同比增长 38%至 43%，其中，K12 业务营收增长 45%-50%；出国考试准备业务增长 30%；海外咨询和游学业务预计持平。

· **投资风险：**K12 课外培训政策监管趋严；竞争激烈导致学生报名增长不及预期。

公司数据

未评级

目前股价 (港元)	117.9
52 周内股价区间 (港元)	101.8-158.8
总市值 (百万港元)	208,278
近 3 月日均成交额 (百万港元)	119.1

注：截至 2021 年 4 月 20 日收盘价

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务数据摘要

(美元百万)	FY18	FY19	FY20
营收	2,447	3,096	3,579
经营利润	263	306	399
归母净利润	296	238	413
净利率	12.1%	7.7%	11.5%

资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

(美元百万)	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
主营业务收入	3,096	3,579	4,145	5,537	7,102
主营业务收入成本	(1,376)	(1,589)			
毛利	1,720	1,990	2,149	3,004	3,965
其他营业收入	-	-			
营业开支	(1,415)	(1,591)			
销售及营销开支	(384)	(445)			
一般行政管理开支	(1,034)	(1,146)			
研发开支	-	-			
营业利润	306	399	318	674	1,043
营业外收入	10	89			
净利息收入	96	111			
其他投资收入	-	-			
外汇收益	-	-			
税前利润	316	488	467	810	1,211
所得税	(86)	(134)			
持续经营收入	228	355			
非常项目净利润	-	-			
收入包括少数股权	228	355			
少数股东权益	(10)	(58)			
净利润	238	413	411	678	971

现金流量表

(美元百万)	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
净利润	238	413			
折旧、摊销	114	151			
非现金项目	144	102			
非现金营运资本变动	310	138			
其他经营活动	-	-			
经营活动所得现金	806	804			
固定及无形资产变动	(260)	(285)			
长期投资净变动	(97)	(90)			
收购与剥离	(46)	14			
其他投资活动	-	-			
投资活动现金流量	(575)	(1,256)			
已付股利	-	-			
债务所得现金	-	4			
股权现金	(56)	-			
其他融资活动	-	-			
融资所得现金	267	(18)			
外汇影响	(66)	(29)			
现金净增减	431	(499)			

资产负债表

(美元百万)	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
现金与现金等价物	1,414	915			
应收账款与票据	3	4			
库存	29	31			
其他短期资产	2,020	2,806			
总计流动资产	3,466	3,756			
净固定资产	532	2,098			
长期投资与应收	405	431			
其他长期资产	244	271			
非流动资产总计	1,180	2,800			
总资产	4,647	6,557			
应付账款	34	33			
短期借贷	-	384			
其他短期负债	1,972	2,062			
总计流动负债	2,006	2,479			
长期借贷	96	1,196			
其他长期负债	19	12			
非流动负债总额	115	1,208			
总负债	2,121	3,687			
优先股	-	-			
股本与资本公积	431	458			
留存收益	1,648	1,986			
其他股东权益	283	289			
少数股东权益	164	137			
总股东权益	2,525	2,870			
总负债与股东权益	4,647	6,557			

主要财务比率

	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
财务指标增速					
营收增速	26.5%	15.6%	15.8%	33.6%	28.3%
毛利增速	24.5%	15.7%	8.0%	39.8%	32.0%
营业利润增速	16.2%	30.6%	-20.2%	111.7%	54.8%
净利润增速	-19.6%	73.6%	-0.5%	64.7%	43.3%
利润率					
毛利率	55.6%	55.6%	51.8%	55.7%	51.8%
营业利润率	9.9%	11.1%	7.7%	11.9%	7.7%
净利润率	7.7%	11.5%	9.9%	11.7%	9.9%
回报率					
普通股回报率	10.9%	16.2%			
总资产回报率	5.5%	7.4%			
资本回报率	9.5%	10.1%			
投资资本回报	8.9%	8.1%			
债务比率					
总债务/股东权益	3.8%	55.1%			
总债务/资本	3.7%	35.5%			
总债务/总资产	2.1%	24.1%			
流动性比率					
现金比率	153.7%	130.4%			
流动比率	172.8%	151.5%			
速动比率	153.8%	130.6%			
CF0/平均流动负债	42.9%	35.9%			
普通股股东权益/总资产	50.8%	41.7%			

E = Bloomberg预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 1: 可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值 (美元 百万)	股价 (交易货币)	年初至今股价 变动%	P/E(市盈率)		
					FY2020	FY2021	FY2022
TAL US Equity	好未来	37,604	60.8	(12.4)	228.6	632.7	72.2
9901 HK Equity	新东方	27,224	117.9	(11.4)	N/A	53.5	36.3
1769 HK Equity	思考乐	602	8.1	(35.3)	30.2	19.6	17.2
ONE US Equity	精锐教育	381	2.5	(37.9)	N/A	N/A	15.7
NEW US Equity	朴新教育	315	3.8	(38.0)	19.1	N/A	N/A
3978 HK Equity	卓越教育	291	2.6	(11.0)	15.4	9.3	7.2
平均				(24.3)	73.3	178.8	29.7
839 HK Equity	中教控股	5,105	17.7	16.7	32.2	24.3	19.4
667 HK Equity	东方教育	5,095	18.2	(3.4)	55.6	32.0	25.9
1765 HK Equity	希望教育	3,122	3.1	40.7	N/A	22.5	18.2
382 HK Equity	中汇集团	1,175	8.6	(4.6)	N/A	17.2	12.3
2001 HK Equity	新高教	1,037	5.1	5.4	11.4	8.7	8.7
1569 HK Equity	民生教育	739	1.3	20.4	15.2	8.2	6.9
2779 HK Equity	新华教育	472	2.3	(11.6)	9.5	7.9	6.5
1969 HK Equity	春来控股	224	1.5	16.0	N/A	N/A	N/A
平均				9.9	24.8	17.2	14.0
6169 HK Equity	宇华教育	2,960	7.1	1.5	21.6	14.9	12.9
1773 HK Equity	天立教育	2,218	8.1	(2.6)	36.6	27.4	19.0
6068 HK Equity	睿见教育	1,164	4.1	9.8	14.5	11.8	10.3
1317 HK Equity	枫叶教育	822	2.2	4.4	8.6	8.3	7.2
BEDU US Equity	博实乐	689	5.9	0.2	13.8	14.7	11.1
1565 HK Equity	成实外	617	1.6	(33.2)	10.8	8.6	6.4
1598 HK Equity	21世纪教育	104	0.7	(13.8)	N/A	N/A	N/A
平均				(4.8)	17.6	14.3	11.2
GSX US Equity	跟谁学	7,089	26.7	(46.2)	N/A	N/A	N/A
DAO US Equity	网易有道	3,087	24.9	(6.1)	N/A	N/A	N/A
1797 HK Equity	新东方在线	2,094	16.6	(41.7)	N/A	N/A	N/A
COE US Equity	51talk	431	20.7	(26.1)	39.6	191.4	17.9
平均				(30.0)	39.6	191.4	17.9

注: E=Bloomberg 一致预测; 4月20日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,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,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼