

新東方(EDU US, US\$51.4, 未評級) - K12 驅動, O2O 布局

- ❖ **多元化的民營教育龍頭。**公司是中國最大的民營教育集團，業務涵蓋語言培訓、中小學生課外輔導、出國留學綜合服務、在線教育以及教育內容生產和傳播。FY1Q17 公司經營數據表現亮眼：1) 收入 5.34 億美元，同比增長 16.5%，超過指引高段 5.27 億美元。2) 非公認會計準則淨利潤為 1.41 億美元，同比增長 9.7%；經營利潤率增長至 28.6%，獲益於整體使用率的提高和有效費用控制。
- ❖ **強勁市場需求驅動 K12 穩健增長。**FY1Q17 公司收入超預期主要受益於 K12 業務增長：以人民幣計，U-Can 中學收入同比增長 31%，人數同比增加 44%；泡泡少兒英語同比增長 48%，人數同比增加 49%。基於國內高等教育入學的激烈競爭情況、新生人口的增長和家庭收入的提高，預期公司 K12 需求量將持續穩定的上升。同時，FY1Q17 期間推出的學科低價課程帶來約 200 萬新生入學，而考慮初一學生或參加課外輔導直至高三畢業，將對未來 3-6 年收入增長提供長期驅動力。
- ❖ **O2O 互動教育體系，雙師課堂創新模式。**FY1Q17 公司對 O2O 投入 1,080 萬美元，全年投資總額預期和去年持平。其中 Koolearn.com 平台註冊用戶同比激增 80%，收入同比增長 45%， “雙向互動教育系統+純在線教育平臺” 將助力公司市場份額的擴張和學生留存率的上升(目前 K12 整體留存率為 75%)。2016 年 7 月起，公司啓用雙師課堂模式(線上優質教師給各地學生遠程授課，線下配置功能型助教)，並計劃 FY2017 雙師課堂進入 10 個現有城市、5-8 個三四線城市，CAPEX 為 7,500 萬美元。我們認為，雙師模式將教師資源最大化，任課老師及功能型助教的協同教學解決了線上學習 “學” 與 “習” 斷層的痛點，將有助於提升用戶粘性並進而吸引更多新生。
- ❖ **持續線下擴張，未來預期樂觀。**FY1Q17 公司淨增 22 個學習中心，教室增加 49,000 平方米，於保定新設一所學校。全年預期增加 40-50 個學習中心，教室面積增加 8%-10%，考慮目前公司持續擴張速度及 20% 的較低使用率，FY2017 容量預計增加 5-10%，學生入學人數預計同比增加 25-30%；FY2Q17 公司預期收入 3.2- 3.4 億美元，同比增長 17%-21%。全年預期收入同比增加 24%-25%，預期利潤率高於去年。基於教育市場需求旺盛、公司優勢教學品牌、創新教學模式、及尚無提薪計劃帶來的費用壓力，公司長期將保持穩健的收入增長，經營利率也將隨著教室利用率的提升而逐漸改善。

財務資料

(截至 5 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
營業額 (百萬美元)	1,139	1,247	1,478
調整後淨利潤 (百萬美元)	216	193	222
經調整後每股盈利 (美元)	1.35	1.23	1.41
每股盈利變動 (%)	57	-8.9	14.6
市盈率(x)	38.1	41.8	36.5
市帳率 (x)	2.7	2.6	3.4
股息率 (%)	NA	32.6	27.9
權益收益率 (%)	22.9	17.2	17.1
淨資產負債率(%)	Net Cash	Net Cash	Net Cash

來源: 公司及招銀國際研究

蔡浩

(852) 37618776

simontsoi@cmbi.com.hk

黃群

(852) 37610889

sophiehuang@cmbi.com.hk
新東方 (EDU US)

評級	未評級
收市價	US\$51.4
目標價	不適用
市值 (美元百萬)	8,094
過去 3 月平均交易 (美元百萬)	52.67
52 周高/低 (美元)	53.4/27.4
發行股數 (百萬)	156.5
主要股東	
Tigerstep Developments	(15.0%)
Massachusetts Mutual Life Ins	(9.6%)
Schroders PLC	(6.8%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	12.4%	17.6%
3 月	20.6%	18.8%
6 月	30.5%	15.4%

來源: 彭博

過去一年股價


來源: 彭博

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。