

新东方(EDU US, US\$51.4, 未评级) - K12 驱动, O2O 布局

- ❖ **多元化的民营教育龙头。**公司是中国最大的民营教育集团，业务涵盖语言培训、中小学生课外辅导、出国留学综合服务、在线教育以及教育内容生产和传播。FY1Q17 公司经营数据表现亮眼：1) 收入 5.34 亿美元，同比增长 16.5%，超过指引高段 5.27 亿美元。2) 非公认会计准则净利润为 1.41 亿美元，同比增长 9.7%；经营利润率增长至 28.6%，获益于整体使用率的提高和有效费用控制。
- ❖ **强劲市场需求驱动 K12 稳健增长。**FY1Q17 公司收入超预期主要受益于 K12 业务增长：以人民币计，U-Can 中学收入同比增长 31%，人数同比增加 44%；泡泡少儿英语同比增长 48%，人数同比增加 49%。基于国内高等教育入学的激烈竞争情况、新生人口的增长和家庭收入的提高，预期公司 K12 需求量将持续稳定的上升。同时，FY1Q17 期间推出的学科低价课程带来约 200 万新生入学，而考虑初一学生或参加课外辅导直至高三毕业，将对未来 3-6 年收入增长提供长期驱动力。
- ❖ **O2O 互动教育体系，双师课堂创新模式。**FY1Q17 公司对 O2O 投入 1,080 万美元，全年投资总额预期和去年持平。其中 Koolearn.com 平台注册用户同比激增 80%，收入同比增长 45%，“双向互动教育系统+纯在线教育平台”将助力公司市场份额的扩张和学生留存率的上升(目前 K12 整体留存率为 75%)。2016 年 7 月起，公司启用双师课堂模式(线上优秀教师给各地学生远程授课，线下配置功能型助教)，并计划 FY2017 双师课堂进入 10 个现有城市、5-8 个三四线城市，CAPEX 为 7,500 万美元。我们认为，双师模式将教师资源最大化，任课老师及功能型助教的协同教学解决了线上学习“学”与“习”断层的痛点，将有助于提升用户粘性并进而吸引更多新生。
- ❖ **持续线下扩张，未来预期乐观。**FY1Q17 公司净增 22 个学习中心，教室增加 49,000 平方米，于保定新设一所学校。全年预期增加 40-50 个学习中心，教室面积增加 8%-10%，考虑目前公司持续扩张速度及 20% 的较低使用率，FY2017 容量预计增加 5-10%，学生入学人数预计同比增加 25-30%；FY2Q17 公司预期收入 3.2- 3.4 亿美元，同比增长 17%-21%。全年预期收入同比增加 24%-25%，预期利润率高于去年。基于教育市场需求旺盛、公司优势教学品牌、创新教学模式、及尚无提薪计划带来的费用压力，公司长期将保持稳健的收入增长，经营利率也将随着教室利用率的提升而逐渐改善。

蔡浩

(852) 37618776

simontsoi@cmbi.com.hk

黄群

(852) 37610889

sophiehuang@cmbi.com.hk**新东方 (EDU US)**

评级	未评级
收市价	US\$51.4
目标价	不适用
市值(美元百万)	8,094
过去 3 月平均交易(美元百万)	52.67
52 周高/低(美元)	53.4/27.4
发行股数(百万)	156.5
主要股东	
Tigerstep Developments	(15.0%)
Massachusetts Mutual Life Ins	(9.6%)
Schroders PLC	(6.8%)

来源:彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	12.4%	17.6%
3 月	20.6%	18.8%
6 月	30.5%	15.4%

来源:彭博

过去一年股价

来源:彭博

财务资料

(截至 5 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额(百万美元)	1,139	1,247	1,478
调整后净利润(百万美元)	216	193	222
经调整后每股盈利(美元)	1.35	1.23	1.41
每股盈利变动(%)	57	-8.9	14.6
市盈率(x)	38.1	41.8	36.5
市帐率(x)	2.7	2.6	3.4
股息率(%)	NA	32.6	27.9
权益收益率(%)	22.9	17.2	17.1
净资产负债率(%)	Net Cash	Net Cash	Net Cash

来源:公司及招銀国际研究

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 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个人。