

新东方 (EDU US)

线上线下齐行，K12 强劲增长持续

❖ **4QFY17 业绩超预期。**4QFY17 净收入同比增长 23%至 4.86 亿（美元·下同），较市场一致预测高 2%。Non-GAAP 净利润为 6,439 万，同比增长 41%，较市场一致预测高 3%，受益于利用率提升及成本控制带动下 Non-GAAP 营业利润率的改善（4QFY17 12.5% vs. 3QFY17 10.3%）。1QFY18 营收指引为 6.27~6.47 亿，同比增长 17%~21%（弱季节效应）。此外，公司宣布派发特别现金股息 0.45 美元/股。看好公司继续步入加速增长通道，受益于：1）高需求、低市占率下，K12 长期强劲增长动力；2）留学考培增速有望回升（预计 FY18 该板块营收同比增长达 10%~15%，vs. FY17 同比增长 9%）；3）利用率提升、ASP 优化下，利润率改善将带动后期净利润的加速增长。

❖ **K12 强劲增长持续。**在留学增速放缓、K12 课后培训需求旺盛之际，公司从依赖“留学+语言”模式迅速以“优能中学+泡泡少儿”业务切入 K12 业务，进而在维持高收入增长的同时有效提升了利润率。其中，FY17 K12 课外辅导收入保持高速增长（+44% YoY），推动 K12 收入占比扩大至 55%。该强劲态势主要受益于：1) **O2O 双向互动系统渗透**下用户留存率的提升。2) **12.5% 的学生中心扩张**。此外，FY18 公司计划进入 2~4 座新城市，并针对现有城市 K12 业务添置 10%~15% 的学习中心。3) **ASP 优化**：每小时平均 ASP 同比增长 7%（其中，优能/泡泡少儿/出国考试培训 ASP 分别增长 6%/8%/12%）。4) **利用率及续班率的改善**：FY17 利用率提升至 22%（vs. FY16 19%~20%）；泡泡英语/优能学员续班率分别增至 85%/70%（vs. FY16 75%/60%）。公司将坚持市场优化战略，管理层预计 FY18 利润同比增长 25%~30%。

❖ **暑期促销有望提升学生留存率。**公司去年通过暑期促销进而带动 3%-4% 的收入增长（但营销费用并未拉低公司净利润率）。管理层表示今天暑期促销活动重心旨在提升学生留存率，预计将提高约 10 个百分点至 50%。我们认为，暑期课程的旺盛需求（e.g. 一线城市单个学生报名课程数量约 2~3 门）及暑期促销将刺激公司加速高效获客，而留存率的提升将有望进一步改善营业利润率。

❖ **双师课堂加速布局，边际效应待释放。**目前公司双师课堂已扩展至约 20 个城市（FY17 新开设 6 家），预计 FY18 将继续增加 5~10 个三四线城市教学试点。该模式下平均一名教师能同时对 15~20 个教室进行授课（最高达 39 个教室）。随着双师课堂于三四线城市的加速布局，我们认为双师的扩张将有助于优化教育资源、释放高边际效应（理想状态下毛利率或将较传统线下班级高 5%）。

❖ **估值。**基于市价，目前公司估值为 34x/26x FY18/19 PE（参考 EPS 市场一致预测），PE 略高于行业平均，但远低于好未来（TAL US）。我们认为，行业刚需、公司加速增长及管理层稳健指引将有助于释放公司估值。

财务资料

(截至 5 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A
营业额(百万美元)	1,247	1,478	1,800
调整后净利润(百万美元)	209	242	295
调整后 EPS (美元)	1.32	1.54	1.87
EPS 变动 (%)	-8.9	16.7	21.4
市盈率(x)	62.5	54.0	44.3
市帐率(x)	10.7	9.1	7.6
股息率 (%)	0.5	0.0	0.6
权益收益率 (%)	17.2	17.1	17.8
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

未评级

当前股价

US\$79.2

黄群

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

教育行业

市值(百万美元)	13,066
3 月平均流通量 (百万美元)	104.3
5 周内股价高/低 (美元)	84/37
总股本 (百万)	157.7

资料来源：彭博

股东结构

Schroders Plc	7.3%
Massachusetts Mutual Life	6.2%
Fil limited	5.4%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	14.4%	9.9%
3-月	27.5%	16.9%
6-月	72.8%	47.8%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

公司网站：www.neworiental.org

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責任。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，请与我们联络。

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人士。