

EDU.US 新东方

Q3 收入略低于指引，利润率上升

2016年04月22日

市场数据

报告日期	2016.4.22
收盘价(美元)	39.76
总股本(亿 ADS)	1.56
总市值(亿美元)	62.22
净资产(亿美元)	13.24
总资产(亿美元)	21.30
每 ADS 净资产(美元)	8.49

数据来源: Wind

相关报告

新东方 (EDU.US) 2016Q2 业绩点评: K-12 课后业务带动业绩持续高速增长

海外 TMT 行业研究

分析师: 杨耀波
yangyaobo@xyzq.com.cn
SFC:BEJ406
SAC: S0190516020002

主要财务指标

会计年度	2013	2014	2015	2016Q3
营业收入(千美元)	857,685	1,006,198	1,102,974	313,251
同比增长(%)	23.6%	17.3%	9.6%	19.5%
净利润(千美元)	136,269	215,704	193,013	48,442
同比增长(%)	2.3%	58.3%	-10.5%	18.2%
净利润率(%)	15.9%	21.4%	17.5%	15.5%
净资产收益率(%)	17.61%	22.9%	17.2%	19.27%
每 ADS 利润(美元)	0.88	1.38	1.23	0.31

数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

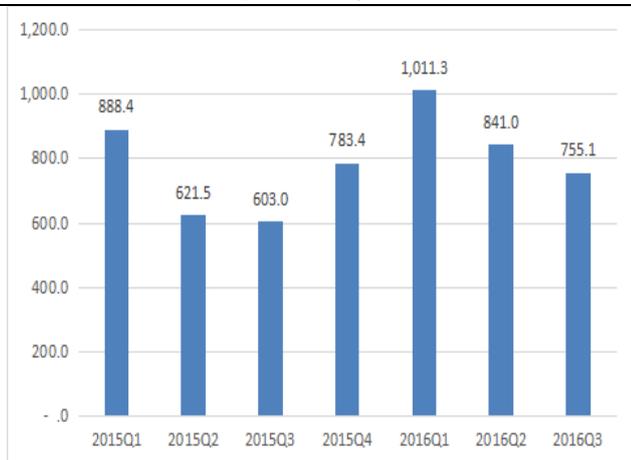
投资要点

- **事件:** 新东方发布截止至 2016 年 2 月 29 日, 2016 财年第三季度业绩。
- **2016Q3 业绩概要:** 截至 2015 年 12 月 29 日, 公司 2016Q3 总收入 3.47 亿美元, 同比增长 20.6%; 经营利润为 4230 万美金, 同比增长 32.6%; 经营利润率同比增长 110bps 至 12.2%; 归属公司净利润 4844 万美元, 同比增长 16.8%, 每 ADS 利润为 0.31 美元; Non-GAAP 利润为 5289 万美元, 同比增长 16.4%。
- **我们的观点:** Q3 收入略低于上季度给出的指引, 但经营利润率有所上升。整体业绩在 K-12 课后补习业务高速增长的带动下, 增长良好。暑期将会是新一轮的推广, 部分地区将会推出一次性的优惠低价课程, 加速 K-12 课后补习市场份额的集中。我们认为新东方凭借着其品牌和教学体系将在当前分散而巨大的 K-12 课后补习市场中获得更大的份额。
- **风险提示:** 教育政策变动、中国经济发展状况、课后教育需求等因素都存在不确定性, 会影响公司后续业绩。

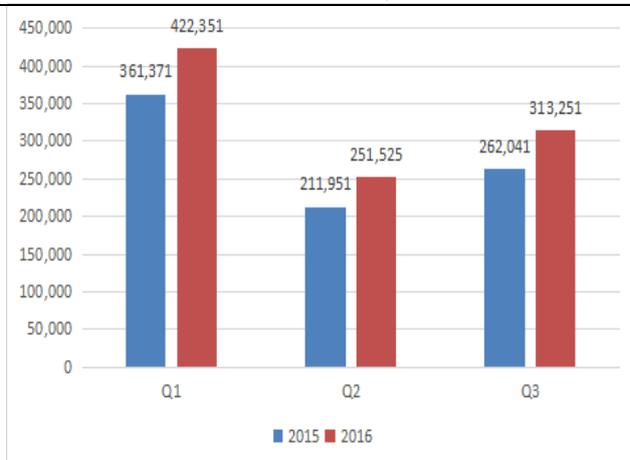
报告正文

- **我们的观点：**Q3 收入略低于上季度给出的指引，但经营利润率有所上升。整体业绩在 K-12 课后补习业务高速增长的带动下，增长良好。暑期将会是新一轮的推广，部分地区将会推出一次性的优惠低价课程，加速 K-12 课后补习市场份额的集中。我们认为新东方凭借着其品牌和教学体系将在当前分散而巨大的 K-12 课后补习市场中获得更大的份额。
- **2016Q3 业绩概要：**截至 2015 年 12 月 29 日，公司 2016Q3 总收入 3.47 亿美元，同比增长 20.6%；经营利润为 4230 万美金，同比增长 32.6%；经营利润率同比增长 110bps 至 12.2%；归属公司净利润 4844 万美元，同比增长 16.8%，每 ADS 利润为 0.31 美元；Non-GAAP 利润为 5289 万美元，同比增长 16.4%。
- **学生报名人数保持高增长：**本季度报名学生数为 75.5 万，同比增长 25.2%。其中优能中学全科教育和泡泡少儿教育需求旺盛，报名学生均同比增长 31%。优能和泡泡少儿本季度收入分别同比增长 33%和 40%，是收入增长的最主要来源。另外 VIP 课程收入同比增长 22%，出国考试及服务收入同比增长 9%，书籍及其他收入同比增长 31%。

图表 1、季度注册学生数（单位：千人）



图表 2、季度教育服务收入（单位：千美元）



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **新东方在线获腾讯 3.2 亿投资：**公司在 2016 年 2 月公布新东方在线 (Koolearn.com) 的运营公司迅程获得腾讯旗下子公司的 3.2 亿元投资，同时宣布迅程将会计划在中国 IPO，而新东方将会继续控股及进行财务并表。
- **增值税的影响：**6%的增长税将会在 2016 年 5 月开始实施，所部分业务不能税项将会从原来的 3%-5%变成 6%。对于 2016Q4 的影响较少，因为只有一个月收

到影响。整体来看，增值税的总负面影响大约是总收入的1%。Q4的业绩指引已经考虑到水税率变动的的影响。

- **2016Q4 业绩指引：**公司预计 2016 财年第四季度收入 3.78 亿-3.91 亿美元之间，同比增长 15%-19%。如果抛出人民币汇率变动的的影响，收入增长 20%-24% 之间。
- **风险提示：**教育政策变动、中国经济发展状况、课后教育需求等因素都存在不确定性，会影响公司后续业绩。

图表 3、新东方 2016 年 Q3 业绩主要财务指标变动情况

	2015Q3	2016Q3	同比	点评
教育方案和服务的收入	262,041	313,251	19.5%	学生报名人数上升，K-12 课后补习课程保持高速增长
书籍和其他收入	25,692	33,661	31.0%	
营业收入	287,733	346,912	20.6%	
营业成本	-126,111	-145,045	15.0%	教学时间增加导致教师薪酬开支上升
销售费用	-41,730	-44,989	7.8%	品牌推广及相关人员费用增加
管理费用	-88,505	-114,581	29.5%	020 研发费用以及相关费用增加
营业支出	-256,346	-304,615	18.8%	
营业利润	31,387	42,297	34.8%	
其他收益/(支出)净额-非经营	16,318	16,125	-1.2%	
除税前溢利	47,705	58,422	22.5%	
所得税	-6,333	-8,515	34.5%	
权益性投资收益/(亏损)	-453	-1,137	151.0%	
净利润(含少数股东权益)	40,919	48,770	19.2%	
少数股东损益	-48	328	-783.3%	
归属母公司净利润	40,967	48,442	18.2%	

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

会议主要 Q&A

Q1 目前公司 K-12 的是市场份额仍然在较低的单位数，未来新的学习中心会加速开业，提高市场份额吗？

Q3 新开学习中心 7 个，Q4 计划会开 10-15 个，而 2017 全年计划是新开 30-40 个。与目前 720 个学习中心来比较，新增学习中心也就是 3-5% 左右，所以对经营利润率的负面影响有限。K-12 的市场非常大，所以会继续保持目前新增学习中心的速度。另外，2015 和 2016 财年是资本开支投入的高峰期，所以 2017 年开始这方面的费用会减少，相应的经营利润率可以有所提升。

Q2 泡泡少儿的收入增速非常好，除了结合 020 教学以为还有其他原因推动收入高增长吗？

020 产品非常受欢迎。另外高增长的原因是因为中国 K-12 市场非常巨大，而且非常分散。像新东方这类较大的机构会继续从小的机构手里抢夺更多的市场份额，市场会逐步集中。

Q3 今年暑假公司的推广计划是怎样？

几年前开始，公司在北京地区暑假会推出部分价格较低的数学班来吸引更多所的新学生，效果都很好。今年也会继续沿用同样的策略，同时会扩大至其他城市地区。对于公司整体的经营利润率影响比较少，因为低价课程只占很少一部分。公司认为应该加速市场份额的集中度，公司在保持利润率的同时可以抢夺更多的份额。

Q4 整体使用率是多少？

本季度的学习中心使用率是 20%，去年同期是 18%，平均每个学习中心的学生数在提升，所以整体增长很多的是来自于内生增长。

Q5 不同业务的经营利润率大概是多少？

出国考试 30%；优能 25%；而泡泡少儿是 13-14%，比去年同期增长了至少 200-300bps，所以经营利润率的的增长更多是来自于这里。

Q6 本季度上海和北京的收入增长分别是多少？

北京是 22%。上海是 14-15%。

Q7 学生的保留率大概是多少？

本季度大约在 70-75%，而去年同期只有 60-65%。这很大原因是因为 020 的应用。公司认为未来的保留率可以进一步提高。

Q8 2017 财年的 020 投入会减少，大概会减少多少？

16 年的投入是 5000 万，17 年会有所下降，但是基本上会保留所有研发人员，而收购咨询服务的费用是可以节省的，可能是 4500 万或者更少。

Q9 公司 2017 年的定价策略是怎？

过去新东方都在推出新的产品，所以涨价幅度在 5%左右。2017 年开始会有所提高，大概涨幅在 8-10%。

Q10 老师的薪酬构成和每年的增长情况是怎样？

老师的薪酬分 2 部分，固定工资+奖金。大概固定工资占 60%，奖金占 40%。奖金与学生的保留率、中心利用率和学生反馈等方面决定的。每年老师的薪酬涨幅大概在 8-9%。

Q11 老师的薪酬构成和每年的增长情况是怎样？

老师的薪酬分 2 部分，固定工资+奖金。大概固定工资占 60%，奖金占 40%。奖金与学生的保留率、中心利用率和学生反馈等方面决定的。每年老师的薪酬涨幅大概在 8-9%。

Q12 出国考试和出国咨询业务分别占收入多少？

出国考试占总收入 8%，出国咨询占总收入 8-9%左右。出国咨询的经营利润率是 20%左右，公司预计未来会有所提升。

Q13 VIP 课程增速仍然非常好，占总收入多少？

占总收入 29%，与去年同期一样。正如公司之前所提到，公司将 VIP 课程收入的占比保持在 30%以内。

Q14 IELTS 的 O2O 应用有什么用，好像不能像 K-12 那样增加保留率？

O2O 的应用可以帮助提高学生的学习效率，目前只有新东方提供这样的线上和线下结合的产品，所以未来可以提价，大概提价 10%左右。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人

邓亚萍 021-38565916 dengyp@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn

地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955

北京地区销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			

地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220

深圳地区销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			

地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017

海外销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			

地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955

私募及企业客户负责人

刘俊文 021-38565559 liujw@xyzq.com.cn

私募销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn

地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。