

公司報告

新东方教育科技集團 (EDU US)

开启新征程

- 22年四季度收入同比下滑57%，非GAAP经营亏损环比收窄；公司宣布启动4亿美元回购计划
- 基石业务保持韧性；新业务录得良好进展，尤其是东方甄选的异军突起
- 看好转型后稳健增长及利润率改善前景；维持买入评级，目标价调升至33美元

22年四季度业绩标志转型进入尾声

新东方22年四季度收入同比下滑57%。毛利率为52.7%，环比提升13.4个百分点，主要是教学点关闭及人员调整等重组成本有所减少，这同时也使得非GAAP经营亏损环比缩窄至7,700万美元（相比22年三季度为1.11亿美元）。调整后非GAAP净亏损（剔除投资亏损）达9,200万美元（相比21年四季度为9,600万美元，22年三季度为1.31亿美元），调整后非GAAP净亏损率环比提升3.8个百分点。22年四季度总教学点数量为744个（相比22年三季度为847个，21年三季度为1,625个），主要教学点分布在高线城市。管理层表示将维持目前的教学点以支持业务发展（例如留学及素质教育课程等）。另外，管理层宣布启动4亿美金的股票回购计划，回购金额约占其截至2022年5月的总现金（42亿美元）的10%。管理层计划于2023年5月底前全部执行完毕。

基石业务保持韧性，新业务进展良好

基石业务于22年四季度保持韧性：海外留学考试备考收入同比增长6%（以美元计价），海外咨询业务同比增长16%，同时国内考试业务收入同比增长30%。新业务需求强劲，包含：1) 素质教育课程（例如阅读、变成、艺术等）；2) 智能设备；3) 游学营。此外，新东方在线（1797 HK）旗下新业务-东方甄选表现优异，近期日均GMV达2,000万人民币。展望未来，我们预期23年一季度集团收入将达6.71亿美元，环比增长28.1%，主要受到东方甄选收入贡献提升的驱动。

维持买入评级：盈利前景稳定

我们对新东方及新东方在线进行了相应的盈利预测调整（图8及图9）。新东方目前市值与净现金相近，23/24财年市盈率为61倍/19倍。我们将目标价从29美元上调至33美元，基于25倍24财年市盈率（从先前20倍上调），维持买入评级。对于新东方在线，我们将目标价从26.7港元下调至20.9港元，基于分布加总估值（图14），维持中性评级。主要风险：1) 新业务竞争；2) 退出高中业务；3) 政策。

盈利预测及估值

5月31日年结(百万美元)	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
收入	4,277	3,105	2,588	2,845	3,126
增长率	20%	-27%	-17%	10%	10%
毛利润	2,240	1,351	1,391	1,586	1,806
增长率	13%	-40%	3%	14%	14%
非GAAP经营利润	186	-850	28	230	409
增长率	-60%	n.a.	n.a.	724%	78%
非GAAP净利润	389	-1,046	71	226	364
增长率	-20%	n.a.	n.a.	217%	61%
非GAAP每股盈利(美元)	2.35	-6.17	0.42	1.33	2.15
市盈率(x)	10.7	n.a.	61.4	19.4	12.0
净资本回报率	10%	-24%	2%	6%	9%

资料来源：公司资料、招商證券(香港)预测；股价截至2022年7月28日(香港市场)及2022年7月27日(香港市场)

王騰杰 +852 3189 6634
tommywong@cmschina.com.hk
李怡珊, CFA +852 3189 6122
crystalli@cmschina.com.hk
张嘉仪 +852 3189 6176
kaiazhang@cmschina.com.hk

最新变动

22财年四季度业绩解读；盈利预测/目标价调整

买入

前次评级	买入
股价(2022年7月27日)	25.7美元
12个月目标价(上涨/下跌空间)	33美元(+28%)
前次目标价:	29美元

股价表现



数据来源：彭博

%	1m	6m	12m
EDU US	36.9	116.8	21.9
MXCN	(9.6)	(11.1)	(32.3)

行业：教育

恒生指数(2022/7/28)	20,623
国企指数(2022/7/28)	7,083

重要数据

52周股价区间(美元)	8.4 - 26.43
市值(百万美元)	4,368
日均成交量(百万股)	3.03
每股净资产(港元)	171.35

主要股东

俞敏洪	10%
总股数(百万股)	1,697
自由流通量	90%

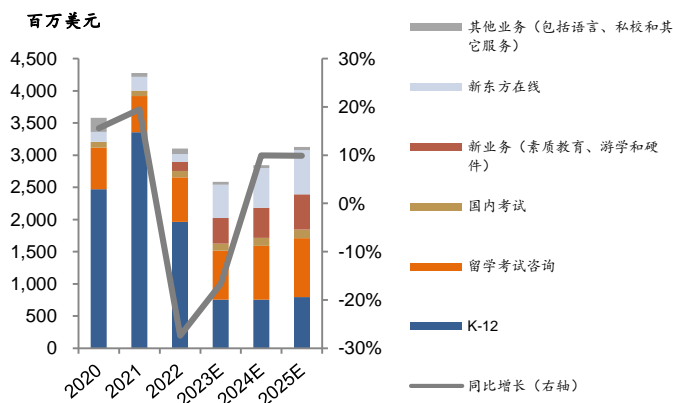
资料来源：公司资料、彭博

相关报告

- 新东方教育科技集团(EDU US)-重组步入尾声(买入)(2022/4/27)
- 新东方教育科技集团(EDU US)-回归初心再出发(买入)(2021/10/13)
- 新东方教育科技集团(EDU US)-21财年三季度业绩亮眼，前景光明(买入)(2021/04/21)

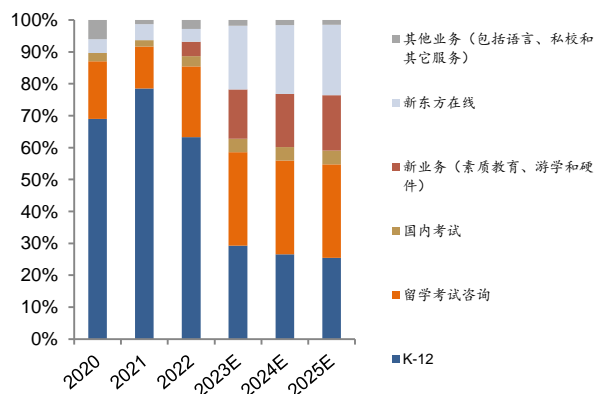
重点图表

图1: 受基石业务和新业务驱动, 新东方总收入增速将于24财年恢复增长



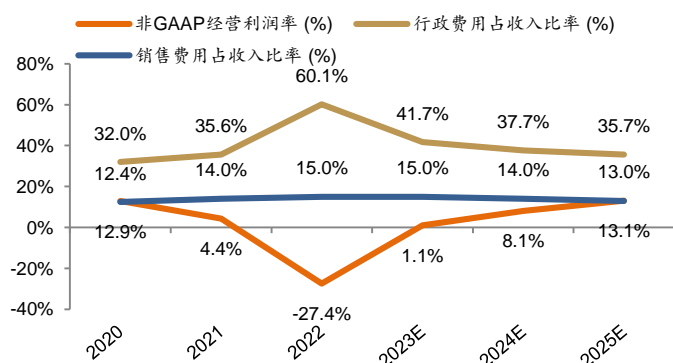
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图2: 新业务收入占比逐渐增加



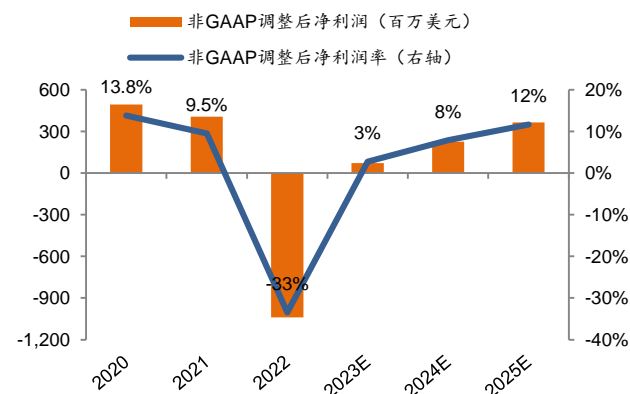
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图3: 新东方经营费用及非GAAP经营利润率



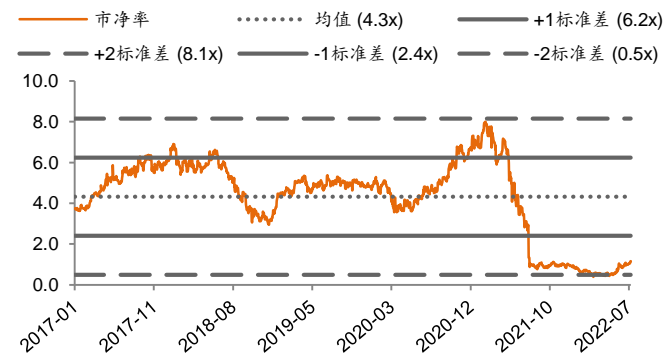
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图4: 我们预计新东方将于23财年接近盈亏平衡



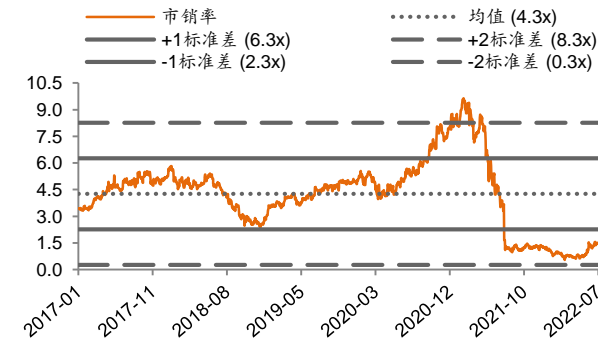
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图5: 新东方市净率区间



资料来源: 彭博、公司资料、招商证券(香港)预测

图6: 新东方市销率区间



资料来源: 彭博、公司资料、招商证券(香港)预测

图7: 新东方22财年四季度业绩与招商证券预测及彭博一致预测对比

百万美元	4Q21	1H22	3Q22	4Q22	3Q22	4Q22	4Q22	招商证券预测		彭博一致预测	
	5.31	11.30	2.28	5.31	同比	同比	环比	4Q22E	差异	4Q22E	差异
截至											
收入	1,212	1,967	614	524	-48.4%	-56.8%	-14.7%	550	-4.6%	567	-7.6%
毛利润	633	833	241	276	-62.9%	-56.4%	14.4%	221	24.7%	227	21.7%
营销费用	194	277	94	96	-40.0%	-50.7%	2.2%	82	16.2%	185	-48.3%
管理费用	541	1,292	289	286	-26.6%	-47.2%	-1.0%	220	30.1%	58	393.0%
经营利润	(102)	(736)	(141)	(106)	n.a.	3.2%	-25.2%	(81)	30.8%	(180)	-41.2%
报告净利润	(45)	(876)	(122)	(189)	n.a.	316.4%	54.6%	(41)	364.7%	(52)	267.4%
非 GAAP 经营利润	(82)	(661)	(111)	(77)	n.a.	-6.5%	-30.9%	(59)	30.7%	(85)	-10.0%
非 GAAP 净利润	(28)	(790)	(96)	(160)	n.a.	475.3%	67.9%	(19)	755.0%	(4)	3552.4%
非 GAAP 每股盈利(美元)	(0.17)	(4.69)	(0.56)	(0.94)	n.a.	460.0%	67.9%	(0.11)	755.0%	(0.01)	9348.6%
利润率											
毛利率	52.2%	42.4%	39.3%	52.7%	-15.4 ppt	0.5 ppt	13.4 ppt	40.3%	12.4 ppt	40.0%	12.7 ppt
经营利润率	-8.4%	-37.4%	-23.0%	-20.2%	n.a.	-11.7 ppt	2.8 ppt	-14.7%	-5.5 ppt	-31.7%	11.5 ppt
净利润率	-3.8%	-44.5%	-19.9%	-36.1%	n.a.	-32.4 ppt	-16.2 ppt	-7.4%	-28.7 ppt	-9.1%	-27 ppt
非 GAAP 经营利润率	-6.8%	-33.6%	-18.1%	-14.7%	n.a.	-7.9 ppt	3.4 ppt	-10.7%	-4 ppt	-15.1%	0.4 ppt
非 GAAP 净利润率	-2.3%	-40.2%	-15.6%	-30.6%	n.a.	-28.3 ppt	-15 ppt	-3.4%	-27.2 ppt	-0.8%	-29.8 ppt
占收入比例											
营销费用	16.0%	14.1%	15.3%	18.3%	2.1 ppt	2.3 ppt	3 ppt	15.0%	3.3 ppt		
管理费用	44.7%	65.7%	47.0%	54.6%	14 ppt	9.9 ppt	7.6 ppt	40.0%	14.6 ppt		
经营性现金流											
现金	304	(1,075)	(235)	29							
定期存款	1,612	1,027	1,467	1,149							
短期投资	1,214	1,146	915	1,140							
总流动性	3,435	2,632	2,028	1,902							
总流动性	6,261	4,805	4,410	4,191							

资料来源: 公司资料、彭博、招商证券(香港)预测

图8: 新东方盈利预测调整

百万美元	FY23E			FY24E		
	调整前	调整后	变动	调整前	调整后	变动
收入	2,247	2,588	15.2%	2,598	2,845	9.5%
毛利润	963	1,391	44.5%	1,177	1,586	34.8%
非 GAAP 经营利润	(122)	28	n.a.	125	230	84.0%
非 GAAP 净利润	13	71	449.6%	229	226	-1.3%
非 GAAP 核心净利润	13	71	449.6%	230	226	-1.9%
毛利率	42.8%	53.8%	10.9 ppt	45.3%	55.8%	10.5 ppt
非 GAAP 经营利润率	-5.5%	1.1%	6.5 ppt	4.8%	8.1%	3.3 ppt
非 GAAP 净利润率	0.6%	2.7%	2.2 ppt	8.8%	7.9%	-0.9 ppt
非 GAAP 核心净利润率	0.6%	2.7%	2.2 ppt	8.8%	7.9%	-0.9 ppt

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图9: 新东方在线盈利预测调整

百万人民币	FY22E			FY23E		
	调整前	调整后	变动	调整前	调整后	变动
收入	890	890	0.0%	860	1,350	57.0%
毛利润	360	360	0.0%	594	986	66.0%
经营利润(亏损)	-575	-575	n.a.	41	161	293.7%
归母净利润(亏损)	-569	-569	n.a.	48	163	236.8%
核心净利润(亏损)	-397	-397	n.a.	151	325	114.4%
利润率						
毛利率	40.4%	40.4%	0 ppt	69.1%	73.0%	4 ppt
经营利润率	-64.6%	-64.6%	n.a.	4.7%	11.9%	7.2 ppt
净利率	-63.9%	-63.9%	n.a.	5.6%	12.1%	6.4 ppt
核心净利率	-44.6%	-44.6%	n.a.	17.6%	24.1%	6.4 ppt

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图10: 新东方推出新一期游学/研学营

全球优选国际教育资源

YOUNG LEADERSHIP
少年领袖营

【暑假】北京少年领袖

对话北大教授感受名校教育
实地考察世界500强知名企业
参观故宫长城大运河世界遗产

TENGGER DESERT
沙漠探索营

【暑假】腾格里沙漠徒步

探访沙漠博物馆Get自然知识
沙漠徒步50公里挑战意志力
夜行观星, 发现宇宙奥秘

MUSEUM & HISTORY
博物研学营

【暑假】博物研学

穿越长安, 大唐诗人朋友圈等特色活动
跨学科探究, 历史/语文/地理
参观汉唐唐墓遗址博物馆

资料来源: 公司资料、北京新东方官网、招商证券(香港)

图11: 新东方推出多种少儿素质教育课程

<p>夏季系统班 7月开课 ></p> <p>暑 LV3人文美育</p> <p>适合8-9岁, 培养读书表达能力</p> <p> ¥1680</p>	<p>口才 3年级演讲与口才</p> <p>全新上线~</p> <p>免费</p>	<p>艺术 罗马英雄传</p> <p>世界名画赏析</p> <p>免费</p>
---	--	--

资料来源: 公司资料、北京新东方官网、招商证券(香港)

图12: 新东方AI学习机

OK学习机

专业的学习设备

AI智能分析

AI针对练

用“魔拍”找到学习漏洞

双屏 学习专用

防蓝光“屏”实力

用“魔镜”只学不会的



OK学习机 **S5Pro**

用OK学习机

AI针对练

AI找薄弱

AI精准学

AI错题诊断



* 独创 **双屏设计** 专为学习打造

资料来源: 公司资料、北京新东方官网、招商证券(香港)

图13: 新东方在线旗下东方甄选近期GMV表现



资料来源: 抖查查、招商证券(香港)

图14: 新东方在线SOTP估值

GMV 情况分析 (百万元人民币)

未来 12 个月	目标价基础			
	悲观情形	基本情形	乐观情形	理想情形
日均 GMV	10.0	18.0	30.0	50.0
年度 GMV	3,600	6,480	10,800	18,000
净利润与 GMV 比率	1.5%	3.0%	5.0%	6.0%
净利润	54.5	196.0	540.0	1,080.0
目标市盈率 (倍)	30.0	30.0	25.0	15.0
直播带货目标估值	1,634	5,881	13,500	16,200

SOTP 估值

百万元人民币	未来 12 个月核心净利润	目标市盈率 (倍)	目标估值	估值占比
直播带货	540	25	13,500	76%
教育	129	20	2,573	14%
净现金 (23 财年)			1,802	10%
总估值			17,875	
普通股数 (百万)			1,001	
每股价值 (人民币)			17.9	
汇率: 港币/人民币			1.2	
每股价值 (港元)	悲观情形	基本情形	乐观情形	理想情形
	7.0	12.0	20.9	24.1
基本情形对应倍数		FY22E	FY23E	FY24E
对应市盈率 (倍)		n.a.	55.1	52.4
对应市销率 (倍)		20.1	13.2	13.0
乐观情形对应倍数		FY22E	FY23E	FY24E
对应市盈率 (倍)		n.a.	26.7	21.9
对应市销率 (倍)		20.1	7.7	6.5

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图15: 教培行业同业对比

公司名称	股票代码	股价 (当地货币)	评级	招商证券		市值(百 万美元)	3个月平均 交易量 (百万美 元)	P/E (x)		PEG*	P/S (x)		PSG*	收入年复合 增长率 (%)	每股盈利年 复合增长率 (%)
				目标价 (当地货币)	上涨空间 (%)			FY22E	FY23E		FY22E	FY23E			
恒生指数		20,623						10.8	9.2	0.7	1.0	0.9	0.1	9.6	13.4
国企指数		7,083						9.1	8.0	0.7	0.7	0.7	0.1	10.1	12.2
线下教培中国公司															
新东方	EDU US 9901 HK	25.7 20.5	买入 买入	33.0 26.0	28.2 26.8	4,368	92.6	n.a.	61.4	n.a.	1.4	1.7	n.a.	(4.3)	n.a.
好未来	TAL US	5.2	中性	审视中	n.a.	3,368	36.9	n.a.	n.a.	n.a.	0.8	3.8	n.a.	(50.5)	n.a.
中公教育	002607 CH	5.2	未评级	n.a.	n.a.	4,727	423.5	26.4	37.5	n.a.	2.9	2.3	n.a.	n.a.	n.a.
东方	667 HK	3.4	未评级	n.a.	n.a.	942	15.7	7.7	7.6	n.a.	1.2	1.1	n.a.	n.a.	n.a.
昂立	600661 CH	9.2	未评级	n.a.	n.a.	391	142.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
思考乐	1769 HK	0.7	未评级	n.a.	n.a.	51	5.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
卓越	3978 HK	0.4	未评级	n.a.	n.a.	41	0.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
在线教培中国公司															
高途	GOTU US	1.8	买入	2.6	43.6	465	7.7	11.0	9.7	0.4	2.4	2.3	0.2	13.3	25.4
新东方在线	1797 HK	21.4	中性	20.9	-2.3	2,732	882.9	n.a.	56.7	n.a.	20.7	13.6	56.3	0.2	n.a.
有道	DAO US	4.7	未评级	n.a.	n.a.	586	1.5	4.2	2.5	n.a.	0.6	0.5	n.a.	n.a.	n.a.
尚德机构	STG US	5.3	未评级	n.a.	n.a.	71	0.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
51 Talk	COE US	1.5	未评级	n.a.	n.a.	34	0.1	n.a.	n.a.	n.a.	1.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
非中国公司															
	PSO US	9.7	未评级	n.a.	n.a.	7,112	4.2	18.1	15.7	n.a.	1.5	1.5	n.a.	n.a.	n.a.
	LOPE US	97.0	未评级	n.a.	n.a.	3,133	33.8	15.8	14.0	n.a.	3.3	3.0	n.a.	n.a.	n.a.
	GHC US	591.0	未评级	n.a.	n.a.	2,885	10.4	16.5	10.1	n.a.	0.7	0.7	n.a.	n.a.	n.a.
	LAUR US	11.8	未评级	n.a.	n.a.	2,034	11.9	14.1	9.8	n.a.	1.6	1.5	n.a.	n.a.	n.a.
	LRN US	43.3	未评级	n.a.	n.a.	1,851	34.2	17.4	16.7	1.4	1.1	1.1	0.2	5.9	12.2
	STRA US	72.3	未评级	n.a.	n.a.	1,782	8.7	22.0	17.9	n.a.	1.6	1.6	n.a.	n.a.	n.a.
	ATGE US	40.2	未评级	n.a.	n.a.	1,816	16.8	24.8	12.8	0.7	1.3	1.2	n.a.	n.a.	19.5
均值-中国线下教培								11.4	26.6	n.a.	1.3	1.8	n.a.	(18.2)	0.0
均值-中国在线教培								7.6	23.0	0.4	6.3	5.5	28.2	6.8	25.4
均值-非中国								18.4	13.9	1.0	1.6	1.5	0.2	5.9	15.9
均值(所有)								14.8	19.5	0.8	2.7	2.4	18.9	(5.9)	14.3

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测; 股价截至2022年7月28日(香港和中国市场)及2022年7月27日(美国市场)。注: 所有未评级股票信息均来源于彭博; *PEG基于21财年预测P/E及20-22财年预测每股盈利年复合增长率计算, PSG基于21财年预测P/S及20-22财年预测收入年复合增长率计算。

财务预测：新东方 (EDU US)

资产负债表

(百万美元)	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
年结	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
物业、厂房及设备净额	865	403	453	525	623
无形资产及商誉	78	74	74	74	74
长期投资	538	438	447	456	465
其他长期资产	2,096	646	659	673	686
非流动资产	3,577	1,561	1,632	1,727	1,848
现金及等价物	1,612	1,149	2,316	2,433	2,655
抵押存款及短期存款	1,214	1,140	684	684	684
短期投资	3,435	1,902	951	951	951
应收账款	9	16	23	22	24
存货	31	28	32	34	35
其他流动资产	273	239	243	248	253
流动资产	6,574	4,474	4,250	4,372	4,603
总资产	10,151	6,035	5,882	6,099	6,451
短期债务	0	0	0	0	0
应付账款	38	22	32	34	35
递延收入	1,926	933	777	855	939
其他流动负债	1,507	755	770	785	801
流动负债	3,471	1,710	1,580	1,674	1,776
长期债务	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,661	531	542	552	564
非流动负债	1,661	531	542	552	564
总负债	5,133	2,241	2,121	2,226	2,339
总净资产	5,018	3,794	3,761	3,873	4,112
股本	2	2	2	2	2
储备	4,912	3,704	3,671	3,783	4,022
股东权益	4,913	3,706	3,673	3,785	4,024
非控股权益	105	88	88	88	88
总权益	5,018	3,794	3,761	3,873	4,112
总债务	0	0	0	0	0
净现金/(债务)*	6,261	4,191	3,951	4,068	4,291

现金流量表

(百万美元)	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
年结	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
税前利润	334	-1,188	-32	112	239
折旧摊销	230	605	105	105	105
运营资本变化	603	-1,014	-157	78	82
其他	-38	317	10	11	11
经营活动净现金	1,130	-1,280	-74	305	437
资本开支	-384	-138	-150	-172	-198
并购	1	-3	-5	-5	-5
投资	-2,152	1,706	1,398	-9	-9
其他	358	-397	-13	-13	-13
投资活动净现金	-2,178	1,169	1,231	-199	-226
已付股利	0	0	0	0	0
股票融资	0	0	0	0	0
债务融资	0	0	0	0	0
其他	1,654	-231	11	11	11
融资活动净现金	1,654	-231	11	11	11
汇兑损益	106	-95	0	0	0
现金净变动	713	-438	1,168	117	222
期初现金	919	1,632	1,195	2,362	2,479
期末现金	1,632	1,195	2,362	2,479	2,701
期末现金(剔除抵押存款)	1,612	1,149	2,316	2,433	2,655

资料来源:公司数据、招商证券(香港)预测; *净现金包括银行存款、短期投资和定期存款; 股价截至2022年7月28日(香港和中国市场)及2022年7月27日(美国市场)

利润表

(百万美元)	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
年结	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
收入	4,277	3,105	2,588	2,845	3,126
销售成本	-2,037	-1,754	-1,197	-1,259	-1,321
毛利	2,240	1,351	1,391	1,586	1,806
销售费用	-601	-467	-388	-398	-406
行政费用	-1,522	-1,867	-1,078	-1,072	-1,115
总营运开支	-2,122	-2,333	-1,467	-1,470	-1,522
非营运收入/(费用)	0	0	0	0	0
经营利润	117	-983	-76	116	284
净投资收益	158	-32	47	51	56
其他收入	40	-18	5	6	6
税前利润	315	-1,032	-24	173	346
税项	-84	-136	6	-43	-87
税后利润	231	-1,169	-24	173	346
股权投资损失	-1	-51	0	0	0
非控股权益	104	33	-14	-18	-21
报告净利润	334	-1,188	-32	112	239
非 GAAP 项目:					
非 GAAP 经营利润	186	-850	28	230	409
非 GAAP 净利润	389	-1,046	71	226	364
非 GAAP 核心净利润	407	-1,040	71	226	364
非 GAAP 每股盈利(美元)	2.35	-6.17	0.42	1.33	2.15
非 GAAP 核心每股盈利(美元)	2.46	-6.13	0.42	1.33	2.15

财务比率

	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
年结	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
同比增长率(%)					
收入	19.5	-27.4	-16.7	10.0	9.9
毛利	12.6	-39.7	3.0	14.0	13.8
报告经营利润	-70.6	n.a.	-92.3	n.a.	144.1
报告净利润	-19.1	n.a.	-97.3	n.a.	114.0
非 GAAP 经营利润	-59.6	n.a.	n.a.	724.5	77.7
非 GAAP 净利润	-19.6	n.a.	n.a.	217.1	61.4
非 GAAP 核心净利润	-17.6	n.a.	n.a.	217.1	61.4
利润率(%)					
毛利率	52.4	43.5	53.8	55.8	57.8
报告经营利润率	2.7	-31.6	-2.9	4.1	9.1
报告净利润率	7.8	-38.2	-1.3	3.9	7.6
非 GAAP 经营利润率	4.4	-27.4	1.1	8.1	13.1
非 GAAP 净利润率	9.1	-33.7	2.7	7.9	11.6
非 GAAP 核心净利润率	9.5	-33.5	2.7	7.9	11.6
有效税率(%)	26.5	-13.2	25.0	25.0	25.0
流动比率(%)	1.0	1.1	0.6	0.6	0.5
净现金/股权比例(%)	124.8	110.5	105.1	105.0	1.0
回报率(%)					
资产周转率(x)	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
财务杠杆比率(x)	2.1	1.8	1.6	1.6	1.6
EBIT 利润率(%)	2.7	-31.6	-2.9	4.1	9.1
利息负担(x)	2.7	1.1	0.3	1.5	1.2
税项负担(x)	1.3	1.0	-3.0	1.3	1.1
ROE(%)	10.3	-23.6	1.9	5.9	9.1
市盈率(x)	10.7	n.a.	61.4	19.4	12.0
市净率(x)	0.9	1.2	1.2	1.1	1.1

财务预测：新东方在线 (1797 HK)

资产负债表

(百万人民币)	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
年结	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
物业及设备	82	114	96	98	102
投资	280	302	306	312	318
其他非流动资产	347	323	240	286	297
非流动资产	708	739	642	696	717
应收账款	42	31	19	29	30
预付款项	71	55	35	53	54
投资&定存	1,748	941	958	958	958
银行结余及现金	480	1,520	568	843	1,034
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产	2,341	2,547	1,581	1,884	2,076
总资产	3,049	3,285	2,223	2,579	2,793
合约负债	420	397	223	337	344
应付账款	34	43	23	16	15
其他应付款项	344	405	324	389	392
其他流动负债	114	198	110	121	123
流动负债	912	1,043	679	863	874
非流动负债	274	234	104	114	113
总负债	1,186	1,276	783	977	987
净资产	1,864	2,009	1,440	1,602	1,806
股本	0	0	0	0	0
储备	1,864	2,009	1,440	1,602	1,806
股东权益	1,864	2,009	1,440	1,602	1,806
非控股权益	0	0	0	0	0
总权益	1,864	2,009	1,440	1,602	1,806
总债务	0	0	0	0	0
净现金/(债务)*	2,229	2,460	1,526	1,802	1,992

现金流量表

(百万人民币)	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
年结	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
税前(亏损)利润	-715	-1,659	-570	181	226
物业及设备折旧	89	149	110	93	80
运营资本变化	136	114	-451	164	9
其他	-31	482	0	-16	-24
经营活动净现金	-521	-914	-910	421	292
投资	-1,354	785	-21	-6	-6
资本开支	-80	-267	-20	-140	-95
其他	0	141	0	0	0
投资活动净现金	-1,433	659	-41	-146	-101
实收资本变动	31	0	0	0	0
股票融资变动	-135	0	0	0	0
其他	-31	1,412	0	0	0
融资活动净现金	-135	1,412	0	0	0
现金净变动	-2,090	1,158	-952	275	190
期初现金	2,498	480	1,520	568	843
汇兑损益	73	-118	0	0	0
期末现金	480	1,520	568	843	1,034

利润表

(百万人民币)	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
年结	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
收入	1,081	1,419	890	1,350	1,375
销售成本	-588	-1,006	-531	-364	-361
毛利	493	412	360	986	1,013
销售费用	-872	-1,189	-401	-366	-355
研发费用	-317	-444	-223	-199	-200
行政费用	-185	-259	-312	-261	-252
经营利润	-881	-1,480	-575	161	206
其他收入	196	-87	13	20	21
其他收益及亏损	-911	-1,573	-583	161	206
税前利润	-715	-1,659	-570	181	226
税项	-43	1	1	-18	-23
净利润	-758	-1,658	-569	163	204
非控股权益	-16	0	0	0	0
归母净利润	-742	-1,658	-569	163	204
一次性项目(包含职工激励)	-22	-409	-172	-162	-137
核心净利润	-720	-1,249	-397	325	341
非 IFRS 经营利润	-761	-1,199	-397	323	343
非 IFRS 净利润	-642	-1,323	-391	325	341
每股收益(人民币)	-0.79	-1.72	-0.57	0.16	0.20
核心每股收益(人民币)	-0.77	-1.29	-0.40	0.32	0.34
非 IFRS 每股收益(人民币)	-0.68	-1.37	-0.39	0.32	0.34

财务比率

	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
年结	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
同比增长率(%)					
收入	17.6	31.3	-37.2	51.6	1.8
毛利	-2.6	-16.4	-12.7	174.0	2.8
经营利润	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
归母净利润	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
核心净利润	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
非 IFRS 经营利润	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
非 IFRS 净利润	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
利润率(%)					
毛利	45.6	29.1	40.4	73.0	73.7
经营利润	-81.5	-104.3	-64.6	11.9	15.0
归母净利润	-68.7	-116.9	-63.9	12.1	14.8
核心净利润	-66.6	-88.1	-44.6	24.1	24.8
非 IFRS 净利润	-59.4	-93.2	-43.9	24.1	24.8
有效税率(%)	-6.0	0.1	0.1	10.0	10.0
流动比率(x)	2.6	2.4	2.3	2.2	2.4
净现金/股权比例(%)	119.6	122.5	106.0	112.4	110.3
ROE(%)	-28.7	-68.3	-22.7	21.3	20.0
市盈率(x)	n.a.	n.a.	n.a.	56.7	54.0
市净率(x)	9.9	9.2	12.8	11.5	10.2
市销率(x)	17.0	13.0	20.7	13.6	13.4

资料来源:公司数据、招商证券(香港)预测; *净现金包括银行存款、短期投资和定期存款; 股价截至2022年7月28日(香港和中国市场)及2022年7月27日(美国市场)

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10% 或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10% 以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼, 招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828