

教育 | 公司研究  
2022年7月28日

**买入**  
维持

#### 市场数据: 2022年7月27日

收盘价 (美元)	25.74
恒生中国企业指数	7,091
52周最高/最低价 (美元)	26.43/8.40
市值 (亿美元)	43.7
流通股 (百万股)	170
汇率 (人民币/美元)	0.15

#### 股价表现:



资料来源: Bloomberg

#### 证券分析师

黄哲  
A0230513030001  
huangzhe@swsresearch.com

#### 研究支持

赵思昊  
A0230120040002  
zhaosh@swsresearch.com

#### 联系人

黄哲  
(8621)23297818×7262  
huangzhe@swsresearch.com

## 成人业务高增，新财年扭亏为盈可期

### 新东方教育科技集团 (EDU.N)

新东方教育科技集团公告 22 财年 4Q 营业收入 5.24 亿美元 (同比下降 57%)，Non-GAAP 归母净亏损 1.6 亿美元 (环比上升 68%)，亏损扩大主要源于此前投资产生的一次性减值损失约 1 亿美元，导致其他支出达到 6,840 万元。调整一次性减值后，预计 Non-GAAP 归母净亏损环比下降 37%，经营亏损显著收窄。公司 22 财年营业收入 31.05 亿美元 (同比下降 27%)，Non-GAAP 归母净亏损 10.46 亿美元，亏损少于我们预期。同时，公司公告自 22 年 7 月 28 日至 23 年 5 月 31 日间开启不超过 4 亿美元的股份回购计划，占市值 10%，彰显公司信心。

**成人业务稳健发展，转型素质教育初见成效。**新东方的成人考培、出国留学考培以及留学咨询业务在 22 财年的收入分别同比增涨 30%、6%和 16%。我们认为新东方成人考培业务增长源于应届生就业难度提升后，对学历提升的需求增长。2022 年考研人数已达到 457 万人，同比增长 21%，而录取率同比下降 4 个百分点至 24.2%，考研难度提升所带来的考培需求上涨为新东方提供了招生的红利，预计 22 财年考研培训人数同比增长约 27%。同时，2021 年出国留学人数同比回升 16%，达 52.4 万人，推动新东方留学考培人数在 22 财年同比增长约 8%。受益于新东方在留学及成人考培领域的高市占率及领先地位，相信公司有望持续获得招生端增长，预计 23 财年新东方出国留学及成人考培业务收入将达到 9.37 亿美元，同比增速将达到 19%。此外，新东方转型 K12 素质教育、智能化学学习系统以及游学等业务，在 22 财年 Q4 收入占比已达到约 15%。预计在新东方出色品牌和口碑的引领下，新业务有望在 23 财年进一步提升，占比有望达到 22%。

**新东方在线直播业务高增。**新东方持股 55.68%新东方在线 (01797.HK-买入)，得益于新东方在线旗下东方甄选直播间的火爆，截至 2022 年 7 月 26 日，直播间粉丝数突破 2,300 万人，单日 GMV 达到 4,039 万元。假设稳态 GMV 为日均 2,000 万元，我们预计东方甄选 23 财年 GMV 达到 69 亿元，对应直播业务收入 15.98 亿元。根据我们的估值预测 (东方甄选: 8 倍 PS，大学生在线考培业务: 15 倍 PE)，中性假设下，新东方在线目标市值 206 亿元 (30.5 亿美元)，折算新东方持股价值为 16.97 亿美元。长期看，东方甄选 SKU 拓宽高客单产品，有望带动 GMV 进一步提升，新东方在线估值也将出现进一步抬升空间，并通过股权关系体现在新东方的估值中。

**维持买入评级。**我们认为双减政策对于公司的一次性影响已基本出清，K9 业务停业导致的裁员和退租成本在 22 财年四季度已显著下降，不到 1 亿美元。随着成人业务的稳健发展，以及新业务的探索，我们维持公司在 23 财年扭亏为盈的预测。我们预计公司的 Non-GAAP 净利润将在 23/24/25 财年分别达到 1.58、2.59 和 3.58 亿美元。此外，新东方在线的快速发展也将给予新东方估值进一步上修的空间。同时，公司净现金为 42 亿美元，安全边际凸显，叠加即将开启的 4 亿美元回购计划，有望进一步提升投资者信心。因此，我们维持 41.2 美元目标价，并维持买入评级。

**风险提示:** 高中阶段政策监管加码；海外出国需求受困于疫情，导致境外留学业务恢复放缓。

#### 财务数据及盈利预测

人民币	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
营业收入 (百万元)	3,105	1,938	2,098	2,251
同比增长率 (%)	-27.39	-37.59	8.26	7.27
归母净利润 (百万元)	-1,046	158	259	318
同比增长率 (%)	NA	NA	63.94	22.71
每股收益 (元)	-6.15	0.93	1.52	1.87
净资产收益率 (%)	-32.17	2.03	3.80	4.62
市盈率 (倍)	NA	27.63	16.85	13.73
市净率 (倍)	1.15	0.90	0.83	0.78

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

New Oriental reported 4Q22 revenue of US\$524m (-57% YoY), Non-GAAP net loss to shareholder of US\$160m (+68% QoQ). Expanding loss was due to one-time impairment loss of c.US\$100m, leading to other loss amounted at US\$68m. Without impairment loss, Non-GAAP net loss to shareholder was down by 37% QoQ. For FY22, EDU booked revenue of US\$3.11bn (-27% YoY) and Non-GAAP net loss to shareholder of US\$1.05bn. The loss was less than we expected. EDU also announced from July 28, 2022 to May 31, 2023, a share repurchase plan of no more than US\$400m will be launched, accounting for 10% of market cap.

**Robust growth of adult tutoring.** Adult tutoring, overseas test prep and overseas consulting businesses booked revenue growth of 30%, 6% and 16% in FY22. We believe growth in adult tutoring was due to the rising demand for better education after increasing difficulty for job seeking. Registers of postgraduate entrance exam rose to 4.57m (+21% YoY) in 2022, while admission rate was down by 4ppts YoY to 24.2%. Increasing difficulty in exam also stimulate needs for tutoring, and we expect enrolments of postgraduate entrance exam tutoring of EDU to increase by c.27% YoY in FY22. As number of students study abroad rose to 524k (+16% YoY) in 2021, enrolments of overseas test prep were expected to increase by c.8% YoY. Thanks to high market share and leading position of EDU, we believe enrolments of EDU will continue to expand, leading to a FY23 revenue of US\$937m (+19% YoY) for both adult tutoring and overseas businesses. EDU also explore new businesses like K12 quality-oriented education, intelligent learning system, study tours etc., whose revenue has accounted for c.15% of total in 4Q22. We anticipate revenue of new lines to account for 22% of total in FY23E backed by excellent brand and reputation of EDU.

**Popularity of Oriental Selection skyrocketed.** EDU owns 55.68% of Koolearn (01797.HK-BUY). As Oriental Selection Studio, which is the live broadcast e-commerce platform owned by Koolearn, got popular in June. As of 26 July 2022, fans of Oriental Selection exceeded 23m and GMV reached Rmb40.39m. We assume daily GMV of Oriental Selection to be Rmb20m in a stable manner, leading to an annual GMV of Rmb6.9bn in FY23E and revenue of live broadcast e-commerce to be Rmb1.6bn. Based on our base case (8X PS for Oriental Selection, 15X PE for college-student tutoring), we achieve target enterprise value for Koolearn to be Rmb20.6bn (US\$3.05bn), corresponding to US\$1.7bn for shares owned by EDU. In the long run, we anticipate Oriental Selection to expand SKUs with higher ASP to further increase GMV. Therefore, we believe valuation of Koolearn has a greater room and will be reflected in the valuation of EDU once e-commerce business achieves a better outcome.

**Maintain BUY.** We believe the impact from “Double Reduction” was almost cleared as one-time employees laid-off and lease termination expenses was less than US\$100m in 4Q22. With the steady growth of adult tutoring, development of new businesses, we maintain our forecast that EDU will turn losses into profits in FY23E. We expect the non-GAAP net profit to reach US\$158m, US\$259m and US\$358m in FY23E, FY24E and FY25E. Besides, rapid development of Koolearn also provide opportunity for further upward valuation revision of EDU. And as EDU still had net cash of US\$4.2bn, we maintain our target price of \$41.2, and reiterate BUY rating.

**Risks:** Severe supervision was released for AST in high school stage, resulting in more one-time expenses; demand for overseas study continued to be suppressed by pandemic, leading to a slowdown in recovery of overseas business.

## 附录 – 财务报表

### 利润表

(人民币百万元)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
收入	3,105	1,938	2,098	2,251
营业成本	-1,754	-808	-844	-880
<b>毛利</b>	<b>1,351</b>	<b>1,130</b>	<b>1,254</b>	<b>1,370</b>
销售营销费用	-467	-188	-199	-211
管理费用	-1,867	-906	-889	-920
资产处置收益或亏损	0	0	0	0
EBITDA	-926	99	236	240
EBIT	-983	36	167	240
其他收入	-50	95	99	104
<b>税前利润</b>	<b>-1,032</b>	<b>131</b>	<b>265</b>	<b>344</b>
所得税	-136	-33	-66	-86
非控股权益	33	0	0	0
<b>本年利润</b>	<b>-1,220</b>	<b>98</b>	<b>199</b>	<b>258</b>

资料来源：公司数据，申万宏源研究

### 资产负债表

(人民币百万元)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
<b>流动资产</b>	<b>4,474</b>	<b>4,804</b>	<b>5,219</b>	<b>5,579</b>
现金及现金等价物	1,149	1,023	1,091	1,214
应收账款	16	2	3	3
库存	28	30	31	33
短期投资	1,902	2,092	2,302	2,532
其他流动资产	1,379	1,656	1,792	1,796
长期投资	438	482	530	583
固定资产	403	536	578	578
无形资产及其他非流动资产	720	704	713	730
<b>总资产</b>	<b>6,035</b>	<b>6,525</b>	<b>7,040</b>	<b>7,469</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,710</b>	<b>1,690</b>	<b>1,796</b>	<b>1,888</b>
应付账款	22	17	18	18
其他流动负债	1,688	1,673	1,778	1,869
长期负债	531	0	0	0
<b>总负责</b>	<b>2,241</b>	<b>1,690</b>	<b>1,796</b>	<b>1,888</b>
少数股东权益	88	240	218	89
股东权益	3,794	4,835	5,244	5,581
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>6,035</b>	<b>6,525</b>	<b>7,040</b>	<b>7,469</b>

资料来源：公司数据，申万宏源研究

### 现金流量表

(人民币百万元)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
经营所得现金	-1,220	98	199	258
折旧及摊销	57	63	70	0
递延所得税	-20	0	0	0
股权激励	127	60	60	60

坏账准备	0	0	0	0
运营资本变化	-1,367	-8	104	90
其他	-612	-4	-2	-3
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>-3,036</b>	<b>209</b>	<b>431</b>	<b>405</b>
资本开支	-97	-102	-107	0
其他投资活动现金流	2,650	-234	-257	-283
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>2,553</b>	<b>-336</b>	<b>-364</b>	<b>-283</b>
股权融资	0	0	0	0
股权回购	0	0	0	0
负债净变化	0	0	1	2
分红及利息	0	0	0	0
其他融资活动现金流	0	0	-1	-2
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
汇率影响	0	0	1	2
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>-483</b>	<b>-127</b>	<b>68</b>	<b>124</b>

资料来源：公司数据，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：12 个月内股价预计将上涨 20% 以上；

增持 (Outperform)：12 个月内股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：12 个月内股价变动幅度预计在 -10% 和 +10% 之间；

减持 (Underperform)：12 个月内股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：12 个月内股价预计将下跌 20% 以上。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。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.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。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，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。