

## 买入

2022年7月29日

### 业务调整完成，23财年重新出发有望盈利

➤ **FY22Q4 业绩概览：**截止22年5月底，公司22财年4季度营收-56.8%至5.2亿美元，毛利率上升0.5个百分点至52.7%，经营利润亏损1.1亿美元，归母利润-1.9亿美金。2022财年公司收入-27.4%至31.1亿美元，毛利率下降8.9个百分点至43.5%，经营利润亏损9.8亿美元，归母利润为亏损11.9亿美元。22财年末公司递延收入-51.6%至9.3亿美元，净现金41.3亿美金，公司计划动用4亿美元用于23财年回购。23财年Q1(22年6-8月)，公司预计其销售收入为6.4-6.8亿美元，同比下降48-51%，预计23财年Q1公司将开始盈利。

➤ **业务调整完成：**22财年巨额亏损主要是因为双减政策后公司业务经过了剧烈调整，剥离了K9业务，关闭门店、辞退补偿员工等，目前这些调整大部分都已完成。截止22财年4季度公司关闭了103家门店至744家门店。

➤ **23财年开始新业务结构：**新财年将是调整完成后的业务架构，包括：  
1、原有出国培训业务（包括出国备考和咨询），22财年出国备考业务增长6%，出国咨询业务同比增长16%（以美元计算）。2、高中业务，原有的高中业务根据各地的教培监管政策，在允许进行的城市仍保留运作。3、大学生国内备考业务，22财年该部分业务收入+30%。4、非学科类培训在超过50个城市开展，智能学习系统和设备在近60个城市采用和测试，前10个城市贡献了60%收入，学生反馈正面，留存率持续提升，将成为未来公司发展的一个重要增长引擎。另公司游学研学营在50多个城市开展。5、新东方在线(电商直播)等新业务，公司持有新东方在线约56%股份，东方甄选的粉丝量已达2343万，成为抖音头部带货平台之一，有望为公司23财年带来可观收入。

➤ **目标价 41.3 美元/32.4 港元，维持买入评级：**公司仍有新东方品牌，90%的高层管理团队保留率，近700个+网点和5万名员工，值此业务发展和股价低迷之际，公司开始回购+股权激励。我们预计公司23财年收入将达到160-170亿元，为21财年（双减前）收入约60%，预计公司从23财年将开始盈利，未来盈利率和现金流将持续增长，我们以DCF测算，wacc12%，永续增长2%，维持公司41.3美元/38.3港元目标价，给予买入评级。

但玉翠

+852-25321539

Tracy.dan@firstshanghai.com.hk

#### 主要资料

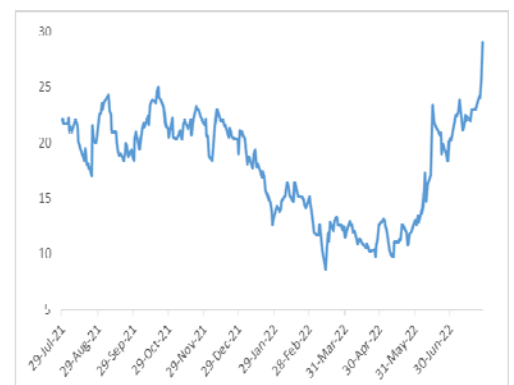
行业	教育
股价	29 美元/18.66 港元
目标价	41.3 美元/32.3 港元 (+42%)
股票代码	EDU US/09901.HK
已发行股本	1.7 亿/17.0 亿
总市值	35.3 亿美元
52 周高/低	29.7/8.4 美元
每股净资产	23.7 美元
主要股东	俞敏洪 (12.3%)

### 表：盈利摘要

截止5月31日财政年度	2021年实际	2022年实际	2023年预测	2024年预测	2025年预测
收入(百万美元)	4,277	3,105	2,450	2,670	2,864
变动 (%)	19.5%	-27.4%	-21.1%	9.0%	7.3%
经营利润(百万美元)	117	(983)	10	66	137
变动 (%)	-70.6%	-937.8%	-101.0%	591.6%	107.1%
净利润(百万美元)	334	-1,188	31	65	119
变动 (%)	-19.1%	-455.2%	-102.6%	108.2%	82.4%
净利润率 (%)	7.8%	-38.2%	1.3%	2.4%	4.2%
每股收益(美元)	2.00	(7.00)	0.02	0.04	0.07
Non-GAAP EPS	2.50	(6.17)	0.09	0.11	0.14
市盈率@29\$ (倍)	14.5	(4.1)	147.3	72.6	40.8
Non-GAAP市盈率@\$ (倍)	11.6	(4.7)	33.8	26.3	20.6
每股派息(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司资料，第一上海预测

### 股价表现



资料来源：彭博

## 主要财务报表

损益表						财务分析					
<美元> <千>, 财务年度截至<5月31日>						<美元> <千>, 财务年度截至<5月31日>					
	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测		2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
<b>收入</b>	4,276,539	3,105,246	2,450,000	2,669,683	2,864,050	<b>盈利能力</b>					
毛利	2,239,664	1,350,955	1,274,000	1,414,932	1,546,587	毛利率(%)	52.4%	43.5%	52.0%	53.0%	54.0%
销售及分销成本	(600,778)	(466,895)	(318,500)	(347,059)	(372,327)	Non-GAAP经营利润率(%)	4.4%	-27.4%	4.7%	6.8%	8.9%
行政开支	(1,489,826)	(1,866,573)	(945,945)	(1,001,794)	(1,037,411)	EBITDA 利率(%)	7.1%	-27.7%	2.9%	5.2%	7.5%
<b>经营溢利</b>	117,266	982,513	9,555	66,079	136,850	净利率(%)	7.8%	-38.2%	1.3%	2.4%	4.2%
Non-GAAP经营利润	186,146	849,545	114,905	180,875	254,276	Non-GAAP净利润率	9.3%	-33.7%	5.6%	6.7%	8.3%
利息净收入	134,764	(35,052)	82,511	79,448	86,423	<b>营运表现</b>					
长期股权投资相关	62,964	(66,399)	0	0	0	SG&A/收入(%)	48.9%	75.1%	51.6%	50.5%	49.2%
所得税	(83,588)	(136,312)	(49,354)	(65,081)	(85,175)	实际税率(%)	26.5%	-12.6%	53.6%	44.7%	38.1%
<b>股东净利润</b>	334,414	1,187,721	31,392	65,352	119,230	股息支付率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>Non-GAAP股东净利润</b>	398,102	1,046,238	136,742	180,149	236,656	<b>财务状况</b>					
折旧及摊销	184,250	122,833	61,417	73,700	79,066	资产负债比率	50.6%	37.1%	39.6%	39.6%	39.3%
<b>EBITDA</b>	301,516	859,680	70,972	139,779	215,915	30.0% 流动比率	1.9	2.6	2.5	2.5	2.5
<b>Non-GAAP EBITDA</b>	370,396	726,812	176,322	254,575	333,341	ROA	2.3%	-20.2%	0.7%	1.3%	2.1%
<b>增长</b>						ROE	6.8%	-32.1%	0.9%	1.8%	3.1%
总收入(%)	19.5%	-27.4%	-21.1%	9.0%	7.3%						
EBITDA(%)	-44.8%	-385.1%	-108.3%	97.0%	54.5%						
净利润(%)	-19.1%	-455.2%	-102.6%	108.2%	82.4%						
<b>资产负债表</b>						<b>现金流量表</b>					
<美元> <千>, 财务年度截至<5月31日>						<美元> <千>, 财务年度截至<5月31日>					
	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测		2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
现金及等价物	2,826,236	2,288,703	2,135,557	2,484,271	2,903,739	<b>税前盈利</b>	230,021	(1,220,276)	42,712	80,446	138,098
短期投资	3,434,726	1,902,254	1,902,254	1,902,254	1,902,254	折旧及摊销	184,250	122,833	61,417	73,700	79,066
预付款项及其他流动资产	313,193	283,002	283,002	283,002	283,002	营运资金变化	735,707	(1,254,726)	41,486	129,770	125,505
<b>总流动资产</b>	6,574,155	4,473,959	4,320,813	4,669,527	5,088,995	其他	(19,893)	1,071,716	105,350	114,796	126,800
物业及设备	865,030	402,690	291,273	267,573	229,133	<b>营运现金流</b>	1,130,085	(1,280,453)	250,964	398,713	469,468
长期投资	537,749	437,919	437,919	437,919	437,919	资本开支	(396,480)	339,507	(50,000)	(50,000)	(50,000)
资产使用权	1,857,533	531,102	531,102	531,102	531,102	<b>其他投资活动</b>	(1,781,159)	829,025	0	0	0
<b>固定资产</b>	3,576,898	1,560,707	1,452,296	1,432,053	1,397,588	<b>投资活动现金流</b>	(2,177,639)	1,168,532	(50,000)	(50,000)	(50,000)
<b>总资产</b>	10,151,053	6,034,666	5,773,109	6,101,579	6,486,582	<b>融资活动现金流</b>	21,424	1,654,084	(230,858)	(400,000)	0
应计费用及其他流动资产	908,231	510,264	535,777	562,566	590,694	<b>现金变化</b>	712,703	(437,600)	(199,036)	348,713	419,468
递延收益	1,926,386	933,062	933,062	1,016,727	1,090,749	期初持有现金	919,424	1,632,127	1,194,527	995,491	1,344,205
<b>总短期负债</b>	3,471,445	1,710,114	1,750,757	1,879,367	2,003,305	期末持有现金	1,632,127	1,194,527	995,491	1,344,205	1,763,673
经营租赁负债	1,350,629	446,394	446,394	446,394	446,394						
<b>总负债</b>	5,132,877	2,241,142	2,285,633	2,418,860	2,548,340						
<b>股东权益</b>	4,913,275	3,705,506	3,388,138	3,568,287	3,804,943						
非控股权益	104,901	88,018	99,338	114,432	133,300						

资料来源：公司资料，第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。