

审慎增持 (维持)

EDU.N 新东方
目标价: 36.00 美元
现价: 26.00 美元
预期升幅: 38%

新业务开展顺利, 恢复盈利能力

2022年11月03日

市场数据

日期	2022.11.02
收盘价(美元)	26.00
总股本(亿股)	1.70
总市值(亿美元)	44.12
净资产(亿美元)	37.06
总资产(亿美元)	60.20
每股ADS净资产(美元)	21.8

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

海外教育研究

分析师:

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

主要财务指标

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万美元)	3,105	2,578	2,707	2,978
同比增长(%)	-27.4	-17.0	5.0	10.0
Non-GAAP 归母净利润(百万美元)	-1,046	122	149	192
同比增长(%)	-368.9	N.A.	22.5	28.8
毛利率(%)	43.5	51.6	51.7	51.8
Non-GAAP 归母净利率(%)	-33.7	4.7	5.5	6.5
净资产收益率(%)	-27.6	1.7	2.3	3.4
每股 ADS 收益(美元)	-7.00	0.36	0.53	0.78

数据来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

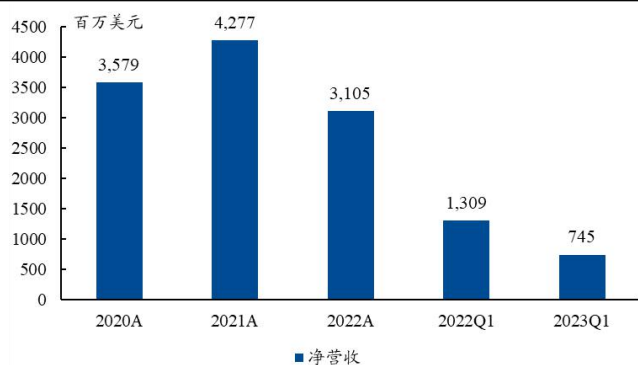
- **FY2023Q1 业绩好于预期:** 新东方 FY2023Q1 净营收为 7.45 亿美元, 同比减少 43.1%, 收入大幅下跌主要是因为终止 K9 学科课后辅导业务。经营利润为 7800 万美元, 同比增长 140.5%; 股东应占利润 6600 万美元, 同比增长 9%; Non-GAAP 净利润为 8371 万美元, 同比减少 24.7%, Non-GAAP 净利率为 11.2%。公司季度业绩表现出色, 实现了季度盈利, 好于预期。
- **业务调整进入尾声:** 截止 2022 年 8 月 31 日, 公司的学校及学习中心的数量为 706 间, 相比上个季度减少 38 间, 相比 2021 年同期减少了 850 间。随着公司的业务调整进入尾声, 学习中心的关停速度放缓, 预计后续公司将维持当前的学习中心的数量。
- **新业务开展顺利:** 公司的新业务开展顺利, 非学科类培训目前在超过 60 个城市开展, 报名人数约 29.7 万人, 新业务的营收占比提升至 16%, 营收环比提升 52%。另外公司旗下的新东方在线开展的新电商平台“东方甄选”也取得快速增长, 单季营收达到约 1.5 亿美元。
- **现金储备充足, 授权 4 亿美元股份回购计划:** 截止季末, 公司持有现金及现金等价物、定期存款等约 43 亿美元, 现金储备充足。公司董事会授权了 4 亿美元的股份回购计划, 公司将会在公开市场回购 ADS 或普通股, 期限为 2022 年 7 月 28 日至 2023 年 5 月 31 日, 截止目前已经累计回购 160 万股 ADS。
- **维持“审慎增持”评级:** 我们认为公司已经走出业务调整期, 新业务开展顺利, 开始贡献稳定的营收和利润。我们预计公司 FY2023/2024 的营业收入分别为 25.78/27.07 亿美元, 分别同比-17.0%/+5.0%, Non-GAAP 净利润分别为 1.22/1.49 亿美元, 将持续实现盈利。我们维持公司“审慎增持”的评级, 目标价 36 美元, 随着公司新业务进一步成熟, 盈利能力将持续提升。目前公司的市值相当于公司的净现金的价值, 安全边际大, 股价往上的催化剂在于公司新业务超预期的表现。

风险提示: 民办教育政策变动, 新业务开展不及预期

报告正文

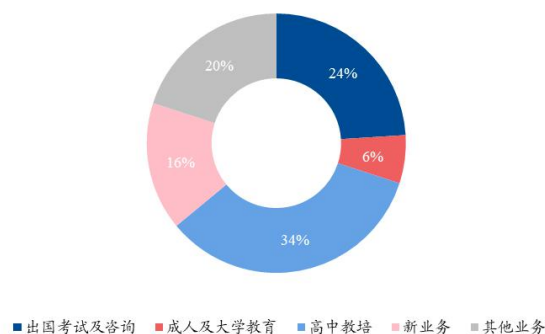
- **FY2023Q1 业绩好于预期:** 新东方 FY2023Q1 (截止 8 月 31 日的 3 个月) 的净营收为 7.45 亿美元, 同比减少 43.1%, 收入大幅下跌主要是因为公司终止 K9 学科课后辅导业务。经营利润为 7800 万美元, 同比增长 140.5%, 股东应占利润 6600 万美元, 同比增长 9%, Non-GAAP 净利润为 8371 万美元, 同比减少 24.7%, Non-GAAP 净利率为 11.2%。公司季度业绩表现出色, 实现了季度盈利, 好于预期。

图 1、公司的季度净营收



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

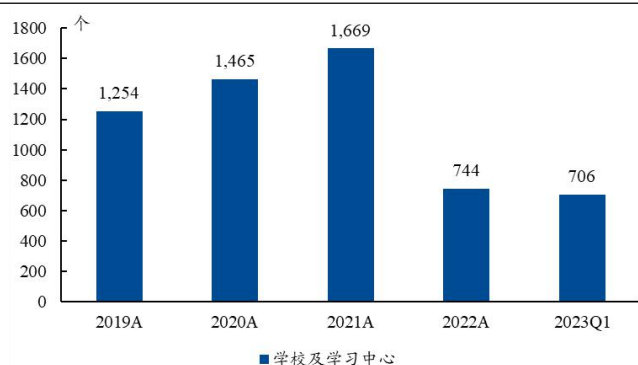
图 2、公司营收结构 (FY2023Q1)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

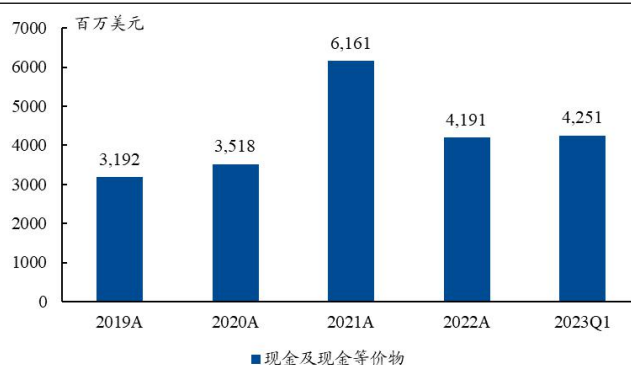
- **业务调整进入尾声:** 截止 2022 年 8 月 31 日, 公司的学校及学习中心的数量为 706 间, 相比上个季度减少 38 间, 相比 2021 年同期减少了 850 间。随着公司的业务调整进入尾声, 学习中心的关停速度放缓, 预计后续公司将维持当前的学习中心的数量。
- **新业务开展顺利:** 公司的新业务开展顺利, 非学科类培训目前在超过 60 个城市开展, 报名人次约 29.7 万人, 新业务的营收占比提升至 16%, 营收环比提升 52%。另外公司旗下的新东方在线开展的新电商平台“东方甄选”也取得快速增长, 单季营收达到约 1.5 亿美元。
- **现金储备充足, 授权 4 亿美元股份回购计划:** 截止季末, 公司持有现金及现金等价物、定期存款等约 43 亿美元, 现金储备充足。公司董事会授权了 4 亿美元的股份回购计划, 公司将会在公开市场回购 ADS 或普通股, 期限为 2022 年 7 月 28 日至 2023 年 5 月 31 日, 截止目前已经累计回购 160 万股 ADS。

图 3、学校及学习中心数量



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、现金及现金等价物



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **FY2023Q2 展望:** 公司预计 FY2023Q2 的净营收约为 6.01-6.19 亿美元, 同比下跌 9%-6%, 若以人民币计价, 则净营收同比上升 1%-4%, 主要由于 Q2 属于公司业务的淡季。
- **维持“审慎增持”评级:** 我们认为公司已经走出业务调整期, 新业务开展顺利, 开始贡献稳定的营收和利润。我们预计公司 FY2023/2024 的营业收入分别为 25.78/27.07 亿美元, 分别同比-17.0%/+5.0%, Non-GAAP 净利润分别为 1.22/1.49 亿美元, 将持续实现盈利。**我们维持公司“审慎增持”的评级, 目标价 36 美元,**随着公司新业务进一步成熟, 盈利能力将持续提升。目前公司的市值相当于公司的净现金的价值, 安全边际大, 股价往上的催化剂在于公司新业务超预期的表现。
- **风险提示:** 民办教育政策变动, 新业务开展不及预期

附表

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,474	4,243	4,291	4,467
现金及现金等价物	1,149	907	952	1,123
定期存款	1,140	1,140	1,140	1,140
短期投资	1,902	1,902	1,902	1,902
应收账款净额	16	5	6	8
存货净额	28	50	51	56
其他流动资产	239	239	239	239
非流动资产	1,561	1,540	1,524	1,511
物业及设备净额	403	382	366	353
长期投资	438	438	438	438
其他非流动资产	720	720	720	720
资产总计	6,035	5,784	5,814	5,978
流动负债	1,710	1,430	1,404	1,468
应付账款	533	541	537	538
递延收入	933	645	623	685
应付所得税	76	76	76	76
其他流动负债	169	169	169	169
非流动负债	531	531	531	531
递延税项负债	19	19	19	19
长期借款	65	65	65	65
经营租赁负债	446	446	446	446
负债合计	2,241	1,961	1,935	1,999
股东权益	3,706	3,767	3,857	3,989
少数股东权益	88	55	23	(10)
总权益	3,794	3,823	3,879	3,979
负债及权益合计	6,035	5,784	5,814	5,978

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-1,220	29	57	100
折旧和摊销	226	192	81	76
营运资金的变动	-126	110	133	173
存货变动	2	-22	-2	-4
递延收入变动	-925	-288	-22	62
经营活动产生现金流量	-1,280	-181	105	231
资本性支出	-151	-60	-60	-60
投资活动产生现金流量	1,169	-60	-60	-60
股本增加	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-231	0	0	0
现金净变动	-438	-241	45	171
现金的期初余额	1,632	1,195	953	998
现金的期末余额	1,149	907	952	1,123

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,105	2,578	2,707	2,978
营业成本	1,754	1,247	1,306	1,434
毛利	1,351	1,331	1,401	1,544
销售费用	467	337	352	372
管理费用	1,867	957	975	1,042
营业利润	(983)	37	74	129
其他净收入	(35)	0	0	0
长期投资公允价值变动损益	(15)	0	0	0
权益性投资亏损	51	0	0	0
税前利润	(1,084)	37	74	129
所得税	136	8	18	30
净利润	(1,220)	29	57	100
少数股东损益	(33)	(33)	(33)	(33)
归属母公司净利润	(1,188)	62	89	132
Non-GAAP 归母净利润	(1,046)	122	149	192

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性(%)				
营业收入	-27.4	-17.0	5.0	10.0
营业利润	-937.8	-103.8	99.5	74.2
Non-GAAP 归母净利润	-368.9	N.A.	22.5	28.8
盈利能力(%)				
毛利率	43.5	51.6	51.7	51.8
经营利润率	-31.6	1.4	2.7	4.3
Non-GAAP 归母净利率	-33.7	4.7	5.5	6.5
ROA	-14.7	1.0	1.5	2.2
ROE	-27.6	1.7	2.3	3.4
营运能力(次)				
资产周转率	0.38	0.44	0.47	0.51
存货周转率	62.8	25.1	25.5	25.8
每股指标(美元)				
每股收益	-7.00	0.36	0.53	0.78
每股净资产	21.8	22.2	22.7	23.5
估值比率(倍)				
PE	N.A.	71.4	49.4	33.4
PB	1.2	1.2	1.1	1.1

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

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。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与百德医疗投资控股有限公司、China Great Wall International Holdings VI Limited、Coastal Emerald Limited、Higher Key Management Limited、润歌互动有限公司、山东仙境控股有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、山东高速集团有限公司、山海（香港）国际投资有限公司、广州产业投资基金管理有限公司、中国长城资产（国际）控股有限公司、中国光大银行股份有限公司香港分行、中国景大教育集团控股有限公司、中原证券股份有限公司、丹阳投资集团有限公司、云南省交通投资建设集团有限公司、历城国际发展有限公司、天津滨海新区建设投资集团有限公司、太原国有投资集团有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、无锡惠山高科有限公司、东方资本有限公司、东台市交通投资建设集团有限公司、兰溪市交通建设投资集团有限公司、四海国际投资有限公司、宁波市海曙开发建设投资集团有限公司、宁波旷世智源工艺设计股份有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、长沙金霞新城城市发展有限公司、交运燃气有限公司、兆海投资（BVI）有限公司、兴业银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、华立大学集团有限公司、华鲁控股集团集团有限公司、如东县金鑫交通工程建设投资有限公司、成都市羊安新城开发建设投资有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、成都高新投资集团有限公司、扬州经济技术开发区开发（集团）有限公司、江苏中关村控股集团（国际）有限公司、江苏句容投资集团有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团集团有限公司、江苏皋开投资发展集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、江苏腾海投资控股集团集团有限公司、西安市灞桥投资控股集团集团有限公司、西安航天城市发展控股集团集团有限公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、旷世控股有限公司、周口市城建投资发展有限公司、和誉开曼有限责任公司、宜昌高新投资开发有限公司、尚晋（国际）控股有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、武汉金融控股（集团）有限公司、河南铁路投资有限责任公司、环龙控股有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司、绍兴市柯桥区建设集团有限公司、远东宏信有限公司、连云港港口集团、邳州市交通控股集团集团有限公司、邵东市城市发展集团有限公司、青岛开发区投资建设集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、青岛城市建设投资（集团）有限责任公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、青岛胶州湾发展集团有限公司、临沂投资发展集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、临沂城市发展集团有限公司、信银（香港）投资有限公司、南京牛首山文化旅游集团有限公司、南京未来科技城经济发展有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、南京溧水城市建设集团有限公司、南洋商业银行有限公司、建发物业发展集团有限公司、恒源国际发展有限公司、政金金融国际（BVI）有限公司、济南历城控股集团集团有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、济南高新控股集团集团有限公司、郑州地产集团有限公司、郑州城建集团投资有限公司、郑州航空港兴港投资集团有限公司、重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司、重庆市南岸区城市建设发展（集团）有限公司、香港國際（青島）有限公司、香港象屿投资有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、晋城市国有资本投资运营有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、泰兴市智光环保科技有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、泰安市泰山财金投资集团有限公司、浙江长兴金融控股集团集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、珠海华发实业股份有限公司、珠海华发集团有限公司、盐城东方投资开发有限公司、商丘市城市发展投资集团有限公司、亚博医疗控股有限公司、常德市经济建设投资集团有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、淮安市交通控股集团集团有限公司、淮安市投资控股集团集团有限公司、铜陵市国有资本运营控股集团集团有限公司、厦门象屿集团有限公司、湖州吴兴经开建设投资发展集团有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、湖南湘江新区发展集团有限公司、集友银行有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、新奥天然气股份有限公司、

新奥能源控股有限公司、溧源国际有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、漳州圆山发展有限公司、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、蓬莱阁(烟台市蓬莱区)旅游有限责任公司、镇江文化旅游产业集团有限责任公司、镇江交通产业集团有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、赣州城市投资控股集团有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,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,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

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门、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兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限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。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

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。

特别声明

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。

兴业证券研究

上海	北京
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元
邮编: 200135	邮编: 100020
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn
深圳	香港(兴证国际)
地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼	地址: 香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编: 518035	传真: (852) 35095929
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: ir@xyzq.com.hk