

买入

2024年1月30日

收入持续超预期，长期增长逻辑不改

➤ **业绩概览：**截止23年11月30日，公司FY24Q2同比+36.3%至8.70亿美元，高于此前公司业绩指引（7.85-8.04亿美元）。经营净利润2134万美元，同比扭亏；Non-GAAP经营利润5090万美元，同比+212.2%；归母净利润3007万美元，同比+4007.4%。Non-GAAP净利润为5016万美元，同比+182.6%。

➤ **学校数量持续提升，新业务高速增长：**截至FY24Q2末，公司学校及学习中心数843间，环比增加50间，其中学校数量为83间。FY24Q1海外备考业务同比增长46.5%（美元计，下同），留学咨询业务同比增长31.7%；大学生及成人考试业务同比增长41.7%；新业务方面，Q2整体营收同比增长68.3%，其中非学科类辅导业务报名人次78.6万，同比增长64.8%，环比增长79.5%。智能学习系统及设备Q1活跃付费用户达18.1万人，同比增长68.5%，环比维持平稳。从非控股股权应占收益及新东方对东方甄选控股比例可推算，F24Q2东方甄选实现净利润约1032万美元，同比下降71%；预测主要原因是加大市场投入及股票期权费用增加。

➤ **利润率同比改善，FY24Q3收入预期同比增长42%-45%：**FY24Q2公司毛利率51.4%，同比+4.1pct；销售/管理费用率17.8%/31.7%，同比+2.5pct/-1.6pct；经营利润率2.5%，同比+2.9pct；剔除股权激励费用后的Non-GAAP经营利润率5.9%，同比+3.2pct，利润率有所改善。此外，公司预计FY24Q3（2023年9月1日至2023年11月30日）的净营收总额将为10.7亿美元至10.9亿美元之间，同比增长42%到45%之间。

➤ **目标价107.3美元/83.7港元，维持买入评级：**在“双减”后，优质的教育服务供给大幅减少，新业务如非学科类培训及智能学习机业务等将逐步填补需求。行业实现出清后，如留学业务/大学及成人业务，龙头公司将逐步提升市场占有率，实现快速增长。高中业务发展虽受限，但也将维持较好的经营利润率并贡献现金流支撑公司发展。作为转型最成功的公司，我们长期看好新东方的发展。目前在手现金48.4亿美元，递延收入16.5亿美元，资金实力雄厚，我们以DCF测算，wacc11%，永续增长3%，提升公司目标价为107.3美元/83.7港元，维持买入评级。

但玉翠

+852-25321539

Tracy.dan@firstshanghai.com.hk

主要资料

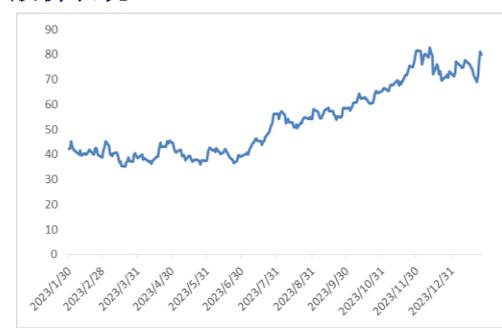
行业	教育
股价	79.9美元/61.7港元
目标价	107.3美元/83.7港元 (+34.2%/+36%)
股票代码	EDU US/09901.HK
已发行股本	1.7亿股/17亿股
总市值	132.3亿美元
52周高/低	83.73/33.98美元
每股净资产	23.30美元
主要股东	俞敏洪（12.2%）

表：盈利摘要

截止5月31日财政年度	2022年实际	2023年实际	2024年预测	2025年预测	2026年预测
收入（百万美元）	3,105	2,998	4,196	4,891	5,717
变动 (%)	-27.4%	-3.5%	40.0%	16.6%	16.9%
经营利润（百万美元）	(983)	190	414	756	889
变动 (%)	-937.8%	-119.3%	118.1%	82.5%	17.6%
股东净利润（百万美元）	-1,188	177	381	678	798
变动 (%)	-455.2%	-114.9%	115.1%	77.7%	17.8%
Non-GAAP股东净利润（百万美元）	-1,046	259	507	825	970
变动 (%)	n.a.	n.a.	95.9%	62.5%	17.6%
每股收益（美元）	(7.00)	0.10	0.22	0.38	0.45
Non-GAAP EPS	(6.17)	0.15	0.29	0.46	0.54
市盈率@79.93\$（倍）	(11.4)	76.5	36.5	21.1	17.9
Non-GAAP市盈率@\$（倍）	(13.0)	52.4	27.4	17.3	14.7

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>					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	
<b>收入</b>	3,105,246	2,997,760	4,196,223	4,891,072	5,717,334	<b>盈利能力</b>					
毛利	1,350,955	1,588,322	2,307,923	2,714,545	3,201,707	毛利率 (%)	43.5%	53.0%	55.0%	55.5%	
销售及分销成本	(466,895)	(444,693)	(608,452)	(694,532)	(800,427)	Non-GAAP经营利润率 (%)	-27.4%	9.3%	12.9%	18.5%	
行政开支	(1,866,573)	(953,583)	(1,284,993)	(1,263,790)	(1,511,973)	EBITDA 利率 (%)	-27.7%	8.4%	11.6%	17.2%	
<b>经营溢利</b>	(982,513)	190,046	414,478	756,223	889,308	净利率 (%)	-38.2%	5.9%	9.1%	13.9%	
Non-GAAP经营利润	(849,545)	279,834	540,364	902,955	1,060,828	Non-GAAP净利润率	-33.7%	8.6%	12.1%	16.9%	
利息净收入	(35,052)	119,345	119,459	153,502	177,371	<b>营运表现</b>					
长期股权投资相关	(66,399)	(7,962)	0	0	0	SG&A/收入 (%)	75.1%	46.6%	45.1%	40.0%	
所得税	(136,312)	(66,066)	(131,965)	(211,291)	(247,640)	实际税率 (%)	-12.6%	21.9%	24.7%	23.2%	
<b>股东净利润</b>	(1,187,721)	177,341	381,410	677,872	798,477	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
<b>Non-GAAP 股东净利润</b>	(1,046,238)	258,909	507,297	824,604	969,997	<b>财务状况</b>					
折旧及摊销	122,833	61,417	73,700	85,904	100,416	资产负债比率	37.1%	40.3%	42.2%	40.6%	
<b>EBITDA</b>	(859,680)	251,463	488,178	842,127	989,723	流动比率	2.6	2.0	2.0	2.1	
<b>Non-GAAP EBITDA</b>	(726,812)	380,366	614,064	988,859	1,161,243	<b>ROA</b>	-20.2%	3.7%	5.4%	8.0%	
<b>增长</b>						<b>ROE</b>	-32.1%	4.9%	9.3%	13.7%	
总收入 (%)	-27.4%	-3.5%	40.0%	16.6%	16.9%						
EBITDA (%)	-385.1%	-129.3%	94.1%	72.5%	17.5%						
净利润 (%)	-455.2%	-114.9%	115.1%	77.7%	17.8%						
<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>					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	
现金及等价物	2,288,703	2,629,658	3,764,444	5,012,401	6,488,935	<b>税前盈利</b>	(1,220,276)	235,363	401,972	698,434	
短期投资	1,902,254	1,477,843	1,477,843	1,477,843	1,477,843	折旧及摊销	122,833	61,417	73,700	85,904	
预付款项及其他流动资产	283,002	306,386	306,386	306,386	306,386	营运资金变化	(1,254,726)	505,982	583,228	364,351	
<b>总流动资产</b>	4,473,959	4,413,887	5,548,673	6,796,630	8,273,164	其他	1,071,716	168,246	125,887	149,268	
物业及设备	402,690	359,760	336,060	297,620	241,492	<b>营运现金流</b>	(1,280,453)	971,008	1,184,786	1,297,957	
长期投资	437,919	399,585	399,585	399,585	399,585	资本开支	339,507	(50,000)	(50,000)	(50,000)	
资产使用权	531,102	439,535	439,535	439,535	439,535	<b>其他投资活动</b>	829,025	12,589	0	0	
<b>固定资产</b>	1,560,707	1,978,571	1,963,261	1,934,469	1,889,437	<b>投资活动现金流</b>	1,168,532	(37,411)	(50,000)	(50,000)	
<b>总资产</b>	6,034,666	6,392,458	7,511,934	8,731,099	10,162,601	<b>融资活动现金流</b>	1,654,084	(230,858)	(246,867)	0	
应计费用及其他流动资产	510,264	569,437	597,909	627,804	659,195	<b>现金变化</b>	(437,600)	610,900	1,134,786	1,247,957	
递延收益	933,062	1,337,630	1,872,396	2,182,444	2,551,131	期初持有现金	1,632,127	1,194,527	1,805,427	2,940,213	
<b>总短期负债</b>	1,710,114	2,250,978	2,837,826	3,206,101	3,640,176	期末持有现金	1,194,527	1,805,427	2,940,213	4,188,170	
经营租赁负债	446,394	288,190	288,190	288,190	288,190						
<b>总负债</b>	2,241,142	2,577,670	3,169,288	3,543,287	3,984,230						
<b>股东权益</b>	3,705,506	3,604,348	4,111,645	4,936,249	5,906,246						
非控股权益	88,018	210,440	231,002	251,564	272,125						

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。