

教育

收盘价

港元 66.25

目标价

港元 94.00个

潜在涨幅

+41.9%

2024 年 4 月 10 日

新东方教育科技 (9901 HK)

教培行业延续高增长，集团利润率持续改善趋势不改

④ **2024 财年 3 季度业绩预览：**公司将于 4 月 24 日（北京时间）发布业绩，我们预计收入 10.88 亿美元，同比+44%（人民币 77.8 亿元，同比+50%）。估算调整后运营利润 1.3 亿美元，净利润 1.2 亿美元，相比此前预期，下调毛利润及运营利润 1200 万美元，运营利润率/净利润率下调 1 个百分点至 12%/11%。

④ **新业务收入占比提升，对利润率优化有小幅负面作用。**分业务看，预计出国留学备考收入同比+32%/高中+16%/非学科素养+115%/东方甄选+45%，对比 Visible Alpha 预期的 34%/23%/114%/48%。收入增量主要来自出国咨询、高中，以及创新业务的非学科素养和东方甄选。我们估算 3 季度创新业务收入占比 51%，但东方甄选受扩张、供应链建设及品牌日活动等因素利润率呈下降趋势，是影响公司整体利润率下调的主要原因。

④ **K9 相关素养及学习机业务持续高速增长，收入贡献升至 22%。**截至 2024 年 3 月，估算新东方素养中心教学点占总教学点数量接近 50%，同比或增速超 100 个教学点。受寒假旺季拉动，预计非学科素养业务收入同比增速 115%，学习机 78%，合计贡献总收入 22%，同比提升 5 个百分点。

④ **东方甄选收入加速增长，但利润率同比或降 4 个百分点。**我们根据蝉妈妈数据估算，东方甄选 3 季度 GMV 同比增 75%至 50 亿元人民币，主要增长来自“与辉同行”抖音号，以及淘宝、自有 APP 及自营品非直播贡献。预计收入约 19.6 亿元，同比增约 56%，主要因“与辉同行”新账号增量贡献 GMV 为主。预计东方甄选调整后经营利润率 16%，抵消新东方教育利润率优化。

④ **展望及估值。**我们上调 2024/25 财年收入预测 1%，上调运营利润分别 4%/9%，预计 2024-2026 年收入/运营利润复合增长率 22%/26%，虽然利润率优化空间或受东方甄选短期影响，但教育主业仍健康稳定增长，考虑到行业估值中枢上调，上调教育业务市盈率至 2024 年 25 倍，东方甄选估值维持 2024 年 20 倍，按分部加总法（SOTP），上调目标价至 94 港元/120 美元(EDU US，原为 75 港元/96 美元)，维持买入评级。

财务数据一览

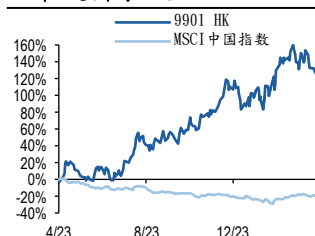
年结5月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入(百万美元)	3,105	2,998	4,212	5,198	6,223
同比增长(%)	-27.4	-3.5	40.5	23.4	19.7
净利润(百万美元)	(1,046)	259	480	610	723
每股盈利(美元)	(6.17)	1.54	2.85	3.62	4.29
同比增长(%)	-361.9	-124.9	85.5	26.9	18.6
前EPS预测值(美元)			2.85	3.75	4.52
调整幅度(%)			-0.1	-3.6	-5.0
市盈率(倍)	NA	5.5	3.0	2.3	2.0
每股账面净值(美元)	21.84	21.38	21.46	25.60	30.55
市账率(倍)	0.39	0.40	0.39	0.33	0.28

资料来源：公司资料，交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(港元)	76.80
52周低位(港元)	28.70
市值(百万港元)	109,651.70
日均成交量(百万)	2.01
年初至今变化(%)	19.91
200天平均价(港元)	60.19

资料来源: FactSet

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

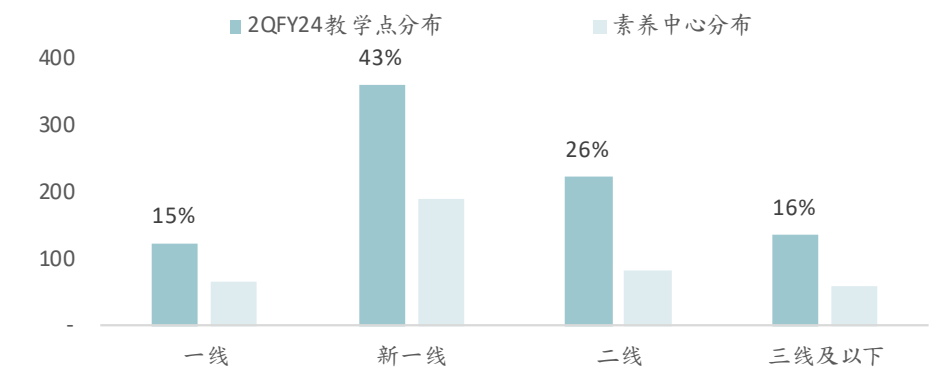
蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

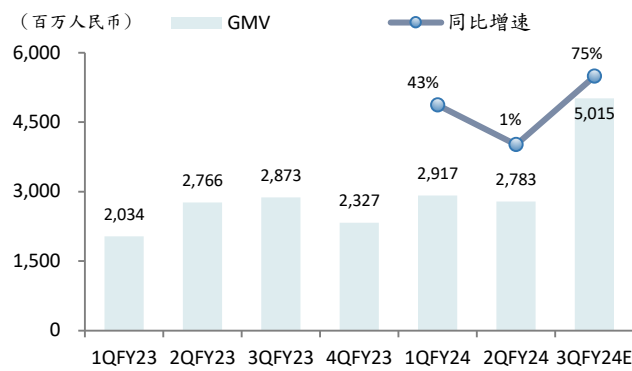
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 新东方教学网点分布



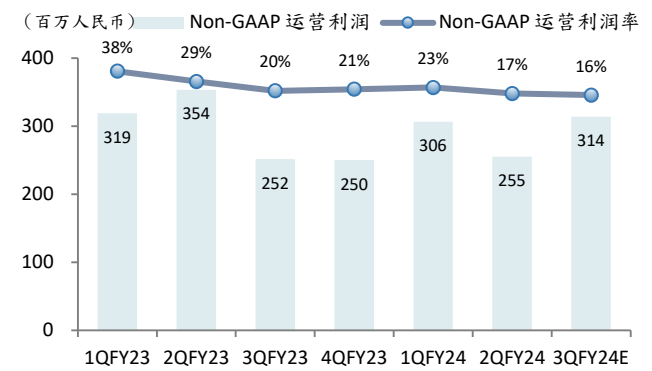
资料来源：公司资料，大众点评，交银国际 *2024 年 3 月

图表 2: 东方甄选 GMV 预计增 75%至 50 亿元



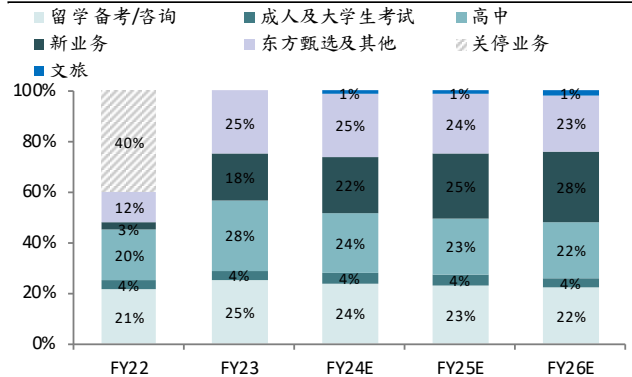
资料来源：公司资料，蝉妈妈，交银国际预测

图表 3: 东方甄选利润率短期承压



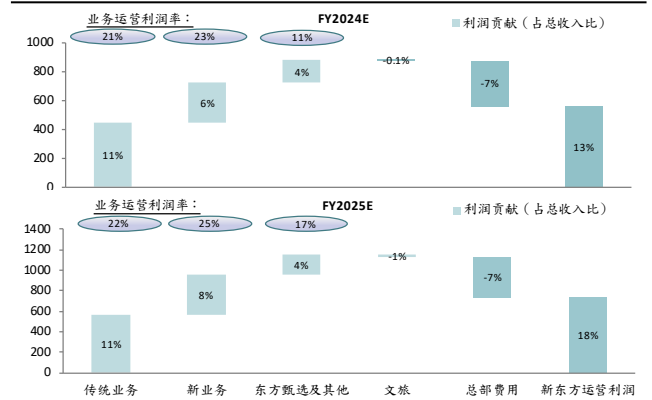
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 4: 新东方收入分布



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 5: 新东方运营利润贡献分析



资料来源：公司资料，交银国际预测

2024 年 4 月 10 日

新东方教育科技 (9901 HK)

图表 6: 损益表预测

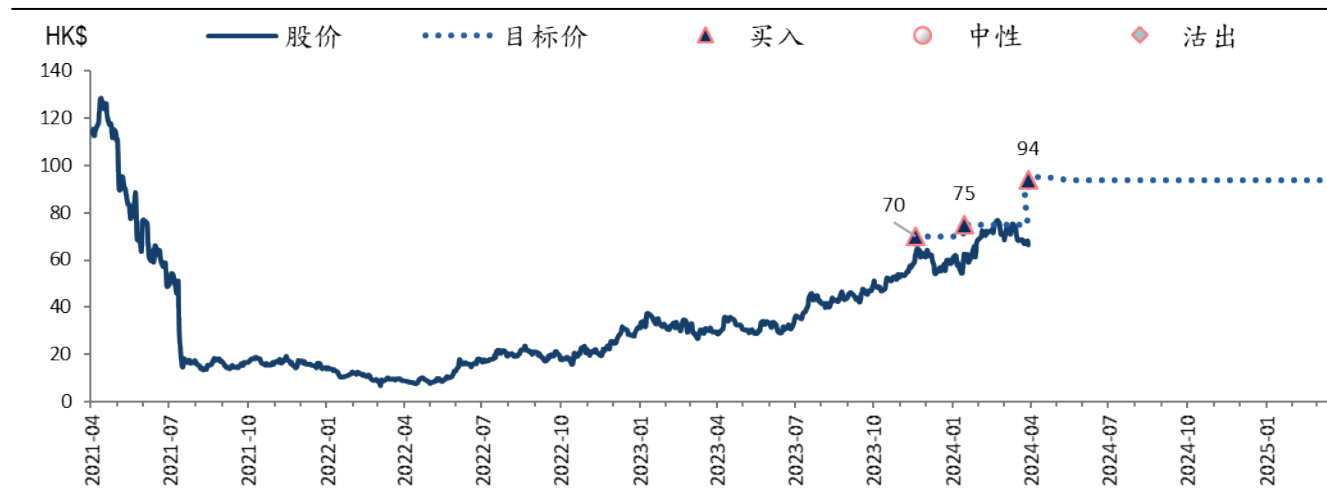
(百万美元)			3QFY24E	3QFY24E								
年结 5 月 31 日	3QFY23	2QFY24	新预测	原预测	差异(%)	环比(%)	同比(%)	4QFY24	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
净营收	754	870	1,088	1,088	0	25	44	1,154	2,998	4,212	5,198	6,223
市场预期			1,108					1,128		4,139	5,138	6,187
留学咨询	45	92	100	61	63	8	120	183	355	493	554	616
留学备考	136	93	140	178	-22	49	3	130	395	516	638	751
大学生/成人考试	15	55	28	28	0	-49	84	33	120	167	219	261
高中	211	174	245	245	0	41	16	265	839	1,003	1,178	1,358
新业务	128	206	240	240	0	16	87	265	540	942	1,312	1,730
文旅	-	12	20	20	0	67		10	-	53	74	93
东方甄选及其他	219	237	316	316	0	33	45	269	749	1,039	1,224	1,413
营收成本	(370)	(423)	(540)	(528)	2	28	46	(526)	(1,409)	(1,930)	(2,419)	(2,978)
毛利	385	447	548	559	-2	23	42	628	1,588	2,281	2,779	3,244
销售及营销开支	(103)	(155)	(164)	(164)	0	6	60	(203)	(445)	(658)	(797)	(936)
占收比(%)	14	18	15	15					15	16	15	15
一般及行政开支	(215)	(271)	(290)	(290)	0	7	35	(319)	(954)	(1,198)	(1,403)	(1,609)
占收比(%)	29	31	27	27					32	28	27	26
经营利润	66	21	93	105	-11	337	40	105	190	425	579	699
调整后经营利润	88	51	126	138	-9	148	44	140	280	562	738	889
市场预期			127					103		474	664	888
其他收入/(支出)	37	37	37	37	0	0	1	37	118	153	148	148
税费	(19)	(9)	(26)	(36)	-27	192	35	(36)	(66)	(133)	(167)	(186)
归母净利润/(亏损)	82	30	91	107	-14	203	12	99	177	445	560	661
调整后归母净利润/(亏损)	95	50	116	131	-12	131	22	125	259	480	610	723
市场预期			124					109		443	614	781
调整后经营利润率(%)	12	6	11.6	12.7				12	9	13.3	14.2	14.3
调整后净利率(%)	13	6	11	12				11	9	11	12	12
每股盈利(调整后, 美元)	0.06	0.03	0.07	0.08	-12	131	22	0.07	0.15	0.28	0.36	0.43
市场预期			0.07					0.06		0.24	0.34	0.40

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

2024 年 4 月 10 日

新东方教育科技 (9901 HK)

图表 7: 新东方教育科技 (9901 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

2024 年 4 月 10 日

新东方教育科技 (9901 HK)

图表 8: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	103.50	140.00	35.3%	2024 年 01 月 25 日	广告
TME US	腾讯音乐	买入	11.84	13.00	9.8%	2024 年 03 月 20 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	97.05	104.00	7.2%	2024 年 03 月 01 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	11.93	13.00	9.0%	2024 年 01 月 24 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	50.10	75.00	49.7%	2024 年 01 月 23 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	4.48	5.60	25.0%	2024 年 01 月 19 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	34.78	37.00	6.4%	2024 年 03 月 19 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.21	6.60	6.3%	2024 年 03 月 15 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	26.90	29.00	7.8%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	121.10	180.00	48.6%	2024 年 01 月 12 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	72.99	108.00	48.0%	2024 年 01 月 11 日	电商
JD US	京东	中性	26.70	28.00	4.9%	2024 年 03 月 07 日	电商
9901 HK	新东方教育科技	买入	67.60	94.00	39.1%	2024 年 04 月 10 日	教育
GOTU US	高途	买入	6.43	9.10	41.5%	2024 年 02 月 28 日	教育
DAO US	有道	买入	4.09	5.30	29.6%	2024 年 02 月 03 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	11.40	15.50	36.0%	2024 年 01 月 26 日	教育
NTES US	网易	买入	100.62	135.00	34.2%	2023 年 11 月 17 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	11.08	15.00	35.4%	2024 年 03 月 28 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	314.20	390.00	24.1%	2024 年 03 月 21 日	游戏
3888 HK	金山软件	中性	24.15	26.00	7.7%	2024 年 03 月 20 日	游戏
3690 HK	美团	买入	103.80	111.00	6.9%	2024 年 03 月 25 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	17.98	26.00	44.6%	2024 年 03 月 18 日	本地生活
9699 HK	顺丰同城	买入	10.20	11.30	10.8%	2024 年 03 月 27 日	物流
2618 HK	京东物流	买入	8.10	9.50	17.3%	2024 年 03 月 07 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.99	2.00	0.5%	2024 年 01 月 09 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	30.65	30.00	-2.1%	2024 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	11.18	14.00	25.2%	2024 年 03 月 27 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	21.45	24.00	11.9%	2024 年 03 月 20 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	384.40	440.00	14.5%	2024 年 02 月 22 日	在线旅行社

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2024 年 4 月 10 日

2024 年 4 月 10 日

新东方教育科技 (9901 HK)

财务数据

损益表 (百万元美元)					
年结5月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	3,105	2,998	4,212	5,198	6,223
主营业务成本	(1,754)	(1,409)	(1,930)	(2,419)	(2,978)
毛利	1,351	1,588	2,281	2,779	3,244
销售及管理费用	(467)	(445)	(658)	(797)	(936)
研发费用	(1,867)	(954)	(1,198)	(1,403)	(1,609)
其他经营净收入/费用	0	0	0	0	0
经营利润	(983)	190	425	579	699
Non-GAAP标准下的经营利润	(850)	280	562	738	889
财务成本净额	119	85	120	148	177
其他非经营净收入/费用	(169)	33	33	(0)	(29)
税前利润	(1,032)	309	578	727	847
税费	(136)	(66)	(133)	(167)	(186)
非控股权益	(19)	(65)	0	0	0
净利润	(1,188)	177	445	560	661
作每股收益计算的净利润	(1,188)	177	445	560	661
Non-GAAP标准的净利润	(1,046)	259	480	610	723

资产负债表 (百万元美元)					
截至5月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1,195	1,805	2,528	3,379	4,640
有价证券	1,902	1,478	1,552	1,629	1,711
应收账款及票据	16	33	37	50	55
存货	28	53	58	81	90
其他流动资产	1,333	1,045	1,408	1,417	1,647
总流动资产	4,474	4,414	5,583	6,557	8,143
投资物业	438	400	420	441	463
物业、厂房及设备	403	360	589	787	964
无形资产	74	131	105	101	96
其他长期资产	646	1,089	655	681	707
总长期资产	1,561	1,979	1,769	2,009	2,229
总资产	6,035	6,392	7,352	8,565	10,372
应付账款	777	913	1,308	1,375	1,882
其他短期负债	933	1,338	1,880	2,320	2,777
总流动负债	1,710	2,251	3,188	3,694	4,659
长期贷款	0	0	0	0	0
长期应付账款	446	288	288	288	288
其他长期负债	85	39	48	56	64
总长期负债	531	327	336	344	352
总负债	2,241	2,578	3,524	4,039	5,012
股本	2,063	1,941	1,502	1,502	1,502
储备及其他资本项目	1,642	1,663	2,115	2,814	3,648
股东权益	3,706	3,604	3,617	4,316	5,150
非控股权益	88	210	210	210	210
总权益	3,794	3,815	3,827	4,526	5,360

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元美元)					
年结5月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	(1,084)	301	578	727	847
折旧及摊销	194	125	183	322	383
营运资本变动	(1,154)	538	749	505	767
税费	136	66	133	167	186
其他经营活动现金流	627	(59)	(129)	(176)	(183)
经营活动现金流	(1,280)	971	1,514	1,545	2,000
资本开支	(151)	(143)	(421)	(520)	(560)
投资活动	309	(94)	(99)	(103)	(109)
其他投资活动现金流	1,010	200	5	5	5
投资活动现金流	1,169	(37)	(515)	(618)	(664)
负债净变动	0	0	0	0	0
权益净变动	(8)	(181)	(200)	0	0
股息	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(223)	(66)	0	0	0
融资活动现金流	(231)	(247)	(200)	0	0
汇率收益/损失	(95)	(76)	(76)	(76)	(76)
年初现金	1,632	1,195	1,805	2,528	3,379
年末现金	1,195	1,805	2,528	3,379	4,640

财务比率					
年结5月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(美元)					
核心每股收益	(7.001)	1.057	2.649	3.337	3.938
全面摊薄每股收益	(7.001)	1.052	2.637	3.323	3.920
Non-GAAP标准下的每股收益	(6.167)	1.536	2.850	3.617	4.291
每股账面值	21.843	21.383	21.458	25.605	30.551
利润率分析(%)					
毛利率	43.5	53.0	54.2	53.5	52.1
EBITDA利润率	(25.4)	10.5	14.4	17.3	17.4
EBIT利润率	(31.6)	6.3	10.1	11.1	11.2
净利率	(38.2)	5.9	10.6	10.8	10.6
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	43.5	53.0	54.2	53.5	52.1
EBITDA利润率	(21.1)	13.5	17.7	20.4	20.4
经营利润率	(27.4)	9.3	13.3	14.2	14.3
净利率	(33.7)	8.6	11.4	11.7	11.6
盈利能力(%)					
ROA	(12.9)	4.2	7.0	7.7	7.6
ROE	(23.7)	6.8	12.6	14.6	14.6
ROIC	(25.4)	5.8	11.3	12.5	12.9
其他					
流动比率	2.6	2.0	1.8	1.8	1.7
存货周转天数	6.1	10.4	10.4	10.4	10.4
应收账款周转天数	1.6	3.2	3.2	3.2	3.2
应付账款周转天数	6.3	11.9	11.9	11.9	11.9

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年4月10日

新东方教育科技 (9901 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银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交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司及乐思集团有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。