

营收超预期，利润受多个短期因素扰动

2024 年 04 月 26 日

事件：4 月 24 日晚间，新东方发布 2024 财年三季报。2023 年 12 月-2024 年 2 月实现净收入 12.07 亿美元/yoy+60.1%，归母净利润 0.87 亿美元/yoy+6.8%；经营利润 1.13 亿美元/yoy+70.6%，Non-GAAP 经营利润（加回股权激励费用）1.41 亿美元/yoy+60.3%。

➤ **Q3 营收超过此前指引，Q4 营收预计同增 28-31%，高基数下增长仍然强劲。** FY2024Q3 公司营收 12.07 亿美金，同比增长 60%，远超此前指引（10.7-10.9 亿美金/yoy+42~45%）。分业务看，出国考培/出国咨询/成人及大学生/教育新业务营收分别同比增长 53%/26%/53%/73%。教育新业务中，非学科辅导报名人数 35.5 万，同比增长 63%，智能学习系统活跃付费人数 18.8 万，同比增长 74%。截至 2024 年 2 月底，公司递延收入余额 15.2 亿美元，同比增长 31%，保持较快增长。根据公司指引，FY2024Q4 收入预计 11.015-11.273 亿美金，美金口径同比增长 28~31%，人民币同比增长 34~37%，高基数下增长仍然强劲。

➤ **开店继续提速，调高全年扩张目标至 30%，FY2025 预计维持较快开店。**截至 2024 年 2 月 29 日，公司全国学校和学习中心总数 911 间，同比增长 28%，FY2024Q1/Q2/Q3 分别净开店 45/50/68 间，环比继续提速。FY2024 全年拓店目标从增加 20%提升到增加 30%，到 5 月底有望突破 970 间，但也仅恢复到高点的 58%。根据公司公开业绩会，为了抓住市场机会、继续扩大市占率，FY2025 预计仍保持 30%左右产能扩张。与 2020 年以前相比，公司新店爬坡速度加快，达到盈亏平衡点的时间从 1 年左右缩短至半年。

➤ **利润层面略低于市场预期，主要受到一次性非经常性项目、东方甄选短期投入加大等影响。** FY2024Q3 公司毛利率 46.6%，同比下降 4.4ppt，销售/管理费用率 13.4%/23.8%，同比下降 0.3/4.7ppt，经营利润率 9.4%，同比+0.6ppt，Non-GAAP 经营利润率 11.7%，同比持平，略低于彭博一致预期的 12.9%。我们测算教培业务利润率有一定提升，而东方甄选因团队、供应链、多平台建设等投入致利润率有所下降。我们预计东方甄选的影响或将延续到 Q4。FY2024Q3 公司归母净利率 7.2%，同比下降 3.6ppt，Non-GAAP 归母净利率 8.7%，同比下降 4.0ppt，主要系一次性的权益法投资减值等因素影响。

➤ **投资建议：**公司是国内民办教育行业领军者，品牌、教研、渠道优势强大，教培板块营收、开店等指标强劲，趋势向好不变，而东方甄选业务尽管对利润有影响，但偏短期。结合最新季报，我们上调 FY2024-2026 公司营收至 43.04/56.21/68.94 亿美元（前值为 40.89/51.49/62.51 亿美元），略微下调 Non-GAAP 经营利润至 5.10/7.20/9.38 亿美元（前值为 5.37/7.33/9.63 亿美元），2024 年 4 月 25 日收盘价对应 FY2024-2026 的 Non-GAAP 经营利润的 PE 分别为 26/18/14 倍。

➤ **风险提示：**1) 政策趋严风险；2) 新业务拓展不及预期；3) 行业竞争加剧；4) 教学质量与口碑下滑风险。

盈利预测与财务指标

单位 / 百万美元	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	2,998	4,304	5,621	6,894
增长率(%)	-3.5	43.6	30.6	22.6
净利润	177	351	546	723
增长率(%)	114.9	97.8	55.5	32.6
EPS	0.11	0.21	0.33	0.44
P/E	85	43	28	21
P/B	4.2	3.8	3.3	2.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 25 日收盘价，汇率 1USD=7.83HKD）

推荐

维持评级

当前价格：

62.20 港元



分析师 易永坚

执业证书：S0100523070002

邮箱：yiyongjian@mszq.com

分析师 徐熠雯

执业证书：S0100523100002

邮箱：xuyiwen@mszq.com

相关研究

- 1.新东方-S (9901.HK) 2024 财年二季报点评：业绩继续超预期，下季度收入指引同增 42-45%-2024/01/29
- 2.新东方-S (9901.HK) 2024 财年一季报点评：业绩继续超预期，趋势持续向好-2023/10/29
- 3.教培行业研究系列（一）：新东方-S (9901.HK) 首次覆盖报告：龙头重启，新业务驱动新增长-2023/08/20

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万美元)	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
流动资产合计	4,414	5,742	7,173	8,827
现金及现金等价物	1,663	2,854	4,146	5,645
应收账款及票据	33	39	18	28
存货	53	64	85	96
其他	2,665	2,786	2,924	3,057
非流动资产合计	1,979	2,018	2,139	2,281
固定资产	360	378	437	530
商誉及无形资产	570	591	653	702
其他	1,049	1,049	1,049	1,049
资产合计	6,392	7,760	9,312	11,108
流动负债合计	2,251	3,252	4,198	5,190
短期借贷	0	0	0	0
应付账款及票据	70	67	38	89
其他	2,181	3,185	4,160	5,101
非流动负债合计	327	327	327	327
长期借贷	15	15	15	15
其他	312	312	312	312
负债合计	2,578	3,579	4,524	5,517
普通股股本	2	2	2	2
储备	3,630	3,981	4,526	5,250
归属母公司股东权益	3,604	3,955	4,501	5,224
少数股东权益	210	226	287	367
股东权益合计	3,815	4,181	4,787	5,591
负债和股东权益合计	6,392	7,760	9,312	11,108

现金流量表 (百万美元)	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
经营活动现金流	971	1,468	1,643	1,899
净利润	177	351	546	723
少数股东权益	58	16	61	80
折旧摊销	123	211	229	258
营运资金变动及其他	613	890	808	838
投资活动现金流	-37	-277	-350	-400
资本支出	-143	-250	-350	-400
其他投资	106	-27	0	0
筹资活动现金流	-247	0	0	0
借款增加	-51	0	0	0
普通股增加	-179	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	-17	0	0	0
现金净增加额	611	1,191	1,293	1,499

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万美元)	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	2,998	4,304	5,621	6,894
其他收入	0	0	0	0
营业成本	1,409	2,050	2,619	3,171
销售费用	445	638	821	993
管理费用	954	1,226	1,574	1,896
研发费用	0	0	0	0
财务费用	-114	-119	-132	-158
权益性投资损益	-7	-36	0	0
其他损益	5	9	0	0
除税前利润	301	482	739	992
所得税	66	116	133	188
净利润	235	366	606	804
少数股东损益	58	16	61	80
归属母公司净利润	177	351	546	723
EBIT	188	363	607	834
EBITDA	311	574	836	1,092
EPS (元)	0.11	0.21	0.33	0.44

主要财务比率	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
成长能力(%)				
营业收入	-3.46	43.58	30.60	22.64
归属母公司净利润	114.93	97.84	55.48	32.58
盈利能力(%)				
毛利率	52.98	52.38	53.40	54.00
净利率	5.92	8.15	9.70	10.49
ROE	4.92	8.87	12.12	13.84
ROIC	3.83	6.58	10.37	12.05
偿债能力				
资产负债率(%)	40.32	46.12	48.59	49.67
净负债比率(%)	-43.21	-67.90	-86.30	-100.71
流动比率	1.96	1.77	1.71	1.70
速动比率	0.85	0.98	1.09	1.19
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.61	0.66	0.68
应收账款周转率	121.11	120.00	200.00	300.00
应付账款周转率	30.62	30.00	50.00	50.00
每股指标 (元)				
每股收益	0.11	0.21	0.33	0.44
每股经营现金流	0.59	0.89	0.99	1.15
每股净资产	2.18	2.39	2.72	3.16
估值比率				
P/E	85	43	28	21
P/B	4.2	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	42.12	22.77	15.65	11.98

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026