

教育

收盘价 目标价 潜在涨幅
港元 63.35 港元 89.00 +40.5%

2024年6月3日

新东方教育科技 (9901 HK)

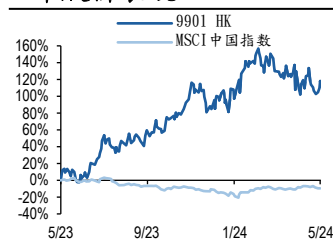
2024 财年 4 季度预览：教学点扩张符合预期，东方甄选利润率影响可控

- 2024 财年 4 季度业绩预览：**我们预计收入 11.28 亿美元，同比+31%，在公司指引的 28-31% 增速上限。预计出国留学备考收入同比+21%/高中+21%/非学科素养+59%，对比 Visible Alpha 预期的 19%/21%/63%。我们估算调整后运营利润 6900 万美元，净利润 7700 亿美元。预计调整后运营利润率 6.1%，同比下降 3 个百分点，其中，1.4 个百分点来自教学点扩张及文旅投入，1.6 个百分点来自东方甄选。
- 线下教学点扩张进度更新，4 季度或环比增 10%，达到此前 2024 财年+30% 的目标。**根据我们的统计，截至 5 月 31 日，新东方教学点环比新增 80+，环比增速 10%，其中，素养+33/考培+26/国际+23/前途+2，增速符合此前预期（年度 30% 扩张，1/2/3 季度分别+6%/6%/8%）。按城市分布来看，新一线城市教学点增长最多（+33），其次为三线及以下城市（+25）。本季度教学点扩张提速，对公司整体毛利率影响同比约-0.4 个百分点，但主要为 7-8 月暑期招生布局，利好 2025 财年 1 季度招生增长。
- 东方甄选贡献新东方收入 20%，运营利润率负向影响 1.6 个百分点，已在我们预期内，影响好于 3 季度。**预计 4 季度东方甄选收入同比增 58% 至 15.9 亿元人民币（2.2 亿美元）。3 季度为公司战略调整阶段，春节假期后，逐渐回归正常运营节奏，专场直播推进更为积极。我们预计 4 季度公司盈利能力将较 3 季度有所改善，调整后运营利润 1.66 亿元，运营利润率 10%，对比 3 季度的 4%，主要因自营品促销力度有所减弱及收入结构中自营品占比的回落，毛利润率较 3 季度反弹（升 7 个百分点），但运营利润率同比仍有 12 个百分点下降，对应新东方利润率有 1.6 百分点同比负向影响。
- 展望及估值。**2025/2026 财年，我们预计收入分别为 54 亿/65 亿美元，增速 25%/21%，预计运营利润率分别 14%/16%，利润率持续优化。教育主业仍健康稳定增长，给予 2024 日历年 25 倍市盈率，保守原则不考虑东方甄选价值贡献，按分部加总法（SOTP），维持目标价 89 港元/116 美元，维持买入评级。

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)	29.20
市值 (百万港元)	104,851.85
日均成交量 (百万)	5.25
年初至今变化 (%)	14.66
200天平均价 (港元)	64.34

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

财务数据一览

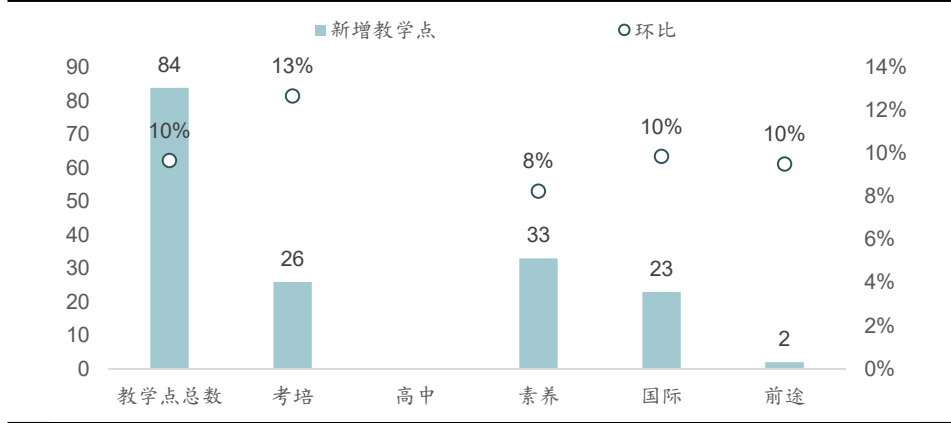
年结5月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万美元)	3,105	2,998	4,305	5,402	6,528
同比增长 (%)	-27.4	-3.5	43.6	25.5	20.8
净利润 (百万美元)	(1,046)	259	421	628	880
每股盈利 (美元)	(0.62)	0.15	0.25	0.38	0.53
同比增长 (%)	-361.9	-124.9	64.3	48.8	40.2
前EPS预测值 (美元)			0.27	0.40	0.49
调整幅度 (%)			-5.3	-5.1	7.0
市盈率 (倍)	NA	52.7	32.1	21.6	15.4
每股账面净值 (美元)	2.18	2.14	2.11	2.54	3.14
市账率 (倍)	3.71	3.79	3.84	3.18	2.58

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

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。

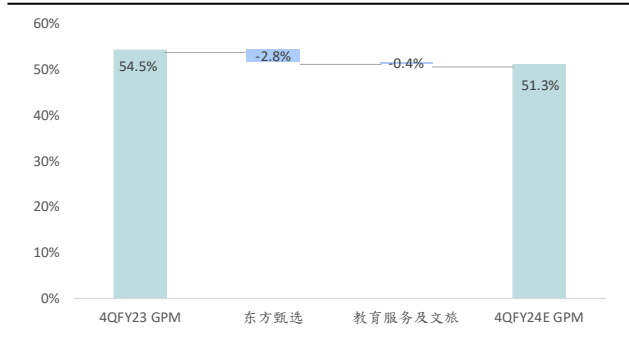
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 2024 财年 4 季度，新东方教学新增数量（仅作为增量参考）



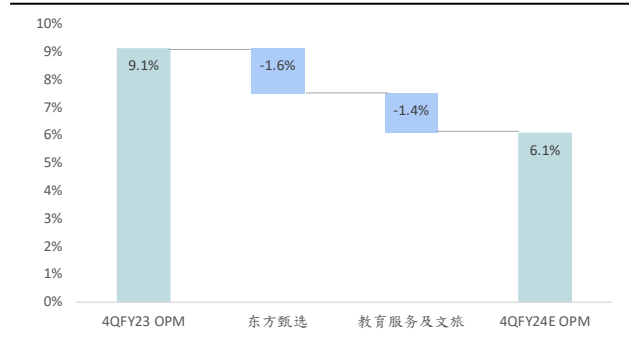
资料来源：大众点评，交银国际 *2024 年 5 月 31 日

图表 2: 新东方 4 季度毛利润率影响分拆



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 3: 新东方 4 季度运营利润率影响分拆



资料来源：公司资料，交银国际预测

2024年6月3日

新东方教育科技(9901 HK)

图表 4: 损益表预测

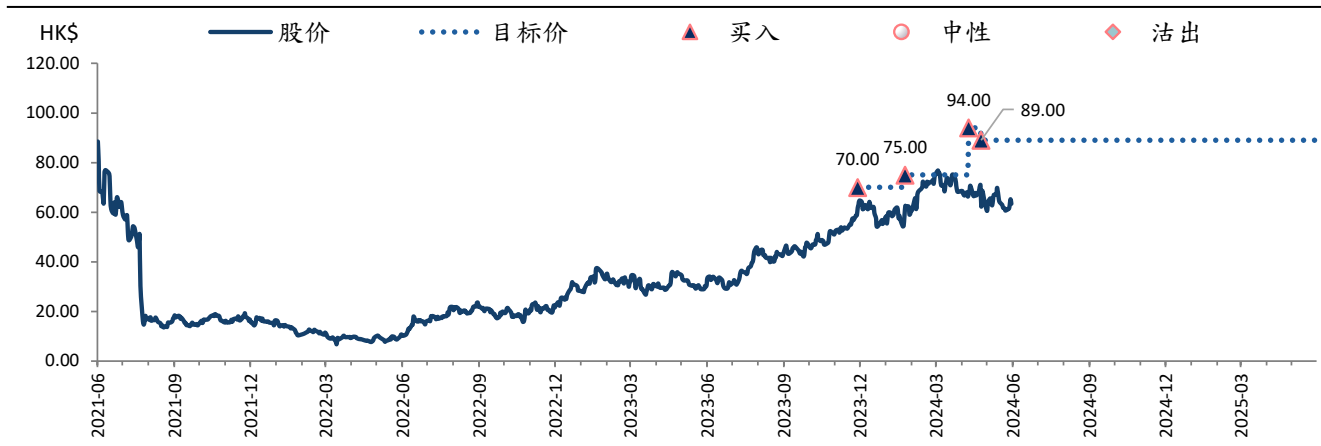
(百万美元) 年结 5 月 31 日	4QFY23	3QFY24	4QFY24E 新预测	4QFY24E 原预测	差异(%)	环比(%)	同比(%)	1QFY25E	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
净营收	861	1,207	1,128	1,184	-5	-7	31	1,462	2,998	4,305	5,402	6,528
<i>市场预期</i>			<u>1,128</u>					<u>1,491</u>		<u>4,312</u>	<u>5,470</u>	<u>6,689</u>
留学咨询	146	57	173	173	0	204	18	139	355	440	505	574
留学备考	95	207	118	118	0	-43	25	181	395	571	715	846
大学生/成人考试	26	23	33	33	0	44	29	77	120	162	212	255
高中	237	278	286	286	0	3	21	395	839	1,056	1,270	1,509
新业务	155	221	246	246	0	11	59	300	540	905	1,218	1,579
文旅	-	20	10	10	0	-50		50	-	53	182	227
东方甄选及其他	202	401	262	318	-18	-35	29	319	749	1,117	1,299	1,539
营收成本	(392)	(645)	(549)	(580)	-5	-15	40	(599)	(1,409)	(2,058)	(2,567)	(3,084)
毛利	469	563	579	604	-4	3	23	862	1,588	2,247	2,835	3,443
销售及营销开支	(148)	(161)	(200)	(220)	-9	24	35	(201)	(445)	(652)	(784)	(950)
占收比(%)	17	13	18					19	15	15	15	15
一般及行政开支	(273)	(288)	(343)	(343)	0	19	26	(369)	(954)	(1,219)	(1,437)	(1,614)
占收比(%)	32	24	30					29	32	28	27	25
经营利润	48	113	36	40	-11	-68	-25	292	190	376	614	879
调整后经营利润	79	141	69	72	-5	-51	-13	332	280	505	749	1,037
<i>市场预期</i>			<u>70</u>					<u>328</u>		<u>500</u>	<u>686</u>	<u>925</u>
其他收入/(支出)	24	18	37	37	0	101	56	37	118	134	148	148
税费	(19)	(33)	(18)	(19)	-6	-44	-6	(76)	(66)	(122)	(175)	(226)
归母净利润/(亏损)	29	87	51	73	-31	-42	76	240	177	333	541	776
调整后归母净利润/(亏损)	62	105	77	100	-24	-27	24	264	259	421	628	880
<i>市场预期</i>			<u>74</u>					<u>278</u>		<u>419</u>	<u>620</u>	<u>817</u>
调整后经营利润率(%)	9.1	11.7	6.1	6.1				23	9.3	11.7	13.9	15.9
调整后净利率(%)	7.2	8.7	6.8	8.5				18	8.6	9.8	11.6	13.5
每股盈利(ADS, 调整后, 美元)	0.04	0.06	0.05	0.06	-24	-27	24	0.16	0.15	0.25	0.38	0.53
每股盈利(调整后, 美元)	0.37	0.63	0.46	0.06				1.58	1.54	2.52	3.75	5.26
<i>市场预期</i>			<u>0.38</u>					<u>1.06</u>		<u>2.40</u>	<u>3.62</u>	<u>4.81</u>

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

2024年6月3日

新东方教育科技 (9901 HK)

图表 5: 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

图表 6: 交银国际互联网和教育行业覆盖公司

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 发布日期	子行业
BIDU US	百度	买入	97.20	132.00	35.8%	2024年05月17日	广告
BILI US	哔哩哔哩	买入	14.52	17.00	17.1%	2024年05月24日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	4.63	6.70	44.7%	2024年05月17日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	14.45	17.00	17.6%	2024年05月14日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	110.10	104.00	-5.5%	2024年03月01日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	55.45	75.00	35.3%	2024年01月23日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	5.64	5.90	4.6%	2024年05月29日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	29.86	33.00	10.5%	2024年05月29日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	26.30	29.00	10.3%	2024年02月21日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	149.78	213.00	42.2%	2024年05月23日	电商
JD US	京东	买入	29.62	40.00	35.0%	2024年05月17日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	78.34	111.00	41.7%	2024年04月11日	电商
DAO US	有道	买入	3.73	5.00	34.0%	2024年05月24日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	63.35	89.00	40.5%	2024年04月25日	教育
GOTU US	高途	买入	5.70	9.10	59.6%	2024年02月28日	教育
TAL US	好未来教育	买入	11.36	15.50	36.4%	2024年01月26日	教育
NTES US	网易	买入	89.03	117.00	31.4%	2024年05月24日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	25.00	30.00	20.0%	2024年05月22日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	359.80	457.00	27.0%	2024年05月16日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	11.72	15.00	28.0%	2024年03月28日	游戏
3690 HK	美团	买入	105.10	111.00	5.6%	2024年03月25日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	25.60	26.00	1.6%	2024年03月18日	本地生活
9699 HK	顺丰同城	买入	10.86	11.30	4.1%	2024年03月27日	物流
2618 HK	京东物流	中性	8.52	10.10	18.5%	2024年05月17日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.66	1.90	14.5%	2024年05月16日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	28.20	30.00	6.4%	2024年03月28日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	10.20	14.00	37.3%	2024年03月27日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	17.86	25.00	40.0%	2024年05月22日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	391.60	509.00	30.0%	2024年05月21日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年5月31日

2024年6月3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	4,305	5,402	6,528
主营业务成本	(1,754)	(1,409)	(2,058)	(2,567)	(3,084)
毛利	1,351	1,588	2,247	2,835	3,443
销售及管理费用	(467)	(445)	(652)	(784)	(950)
研发费用	(1,867)	(954)	(1,219)	(1,437)	(1,614)
其他经营净收入/费用	0	0	0	0	0
经营利润	(983)	190	376	614	879
Non-GAAP标准下的经营利润	(850)	280	505	749	1,037
财务成本净额	119	85	123	154	186
其他非经营净收入/费用	(169)	33	11	(6)	(38)
税前利润	(1,032)	309	510	762	1,027
税费	(136)	(66)	(122)	(175)	(226)
非控股权益	(19)	(65)	0	0	0
净利润	(1,188)	177	388	587	801
作每股收益计算的净利润	(1,188)	177	388	587	801
Non-GAAP标准的净利润	(1,046)	259	421	628	880

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	2,555	3,387	4,887
有价证券	1,902	1,478	1,552	1,629	1,711
应收账款及票据	16	33	39	52	59
存货	28	53	65	82	95
其他流动资产	1,333	1,045	1,421	1,433	1,675
总流动资产	4,474	4,414	5,632	6,583	8,426
投资物业	438	400	420	441	463
物业、厂房及设备	403	360	597	810	1,004
无形资产	74	131	105	101	96
其他长期资产	646	1,089	657	684	712
总长期资产	1,561	1,979	1,778	2,035	2,275
总资产	6,035	6,392	7,410	8,618	10,701
应付账款	777	913	1,420	1,397	1,969
其他短期负债	933	1,338	1,921	2,411	2,913
总流动负债	1,710	2,251	3,341	3,807	4,882
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	49	58	67
总长期负债	531	327	337	346	355
总负债	2,241	2,578	3,678	4,153	5,237
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	2,020	2,753	3,752
股东权益	3,706	3,604	3,522	4,254	5,254
非控股权益	88	210	210	210	210
总权益	3,794	3,815	3,732	4,465	5,464

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	479	791	1,083
折旧及摊销	194	125	185	328	393
营运资本变动	(1,154)	538	879	468	859
税费	136	66	122	175	226
其他经营活动现金流	627	(59)	(115)	(216)	(294)
经营活动现金流	(1,280)	971	1,550	1,547	2,267
资本开支	(151)	(143)	(430)	(540)	(588)
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)	(524)	(639)	(691)
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	2,555	3,387
年末现金	1,195	1,805	2,555	3,387	4,887

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	(0.700)	0.106	0.234	0.355	0.484
全面摊薄每股收益	(0.700)	0.105	0.232	0.351	0.479
Non-GAAP标准下的每股收益	(0.617)	0.154	0.252	0.375	0.526
每股账面值	2.184	2.138	2.111	2.545	3.143
利润率分析(%)					
毛利率	43.5	53.0	52.2	52.5	52.7
EBITDA利润率	(25.4)	10.5	13.0	17.4	19.5
EBIT利润率	(31.6)	6.3	8.7	11.4	13.5
净利率	(38.2)	5.9	9.0	10.9	12.3
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	43.5	53.0	52.2	52.5	52.7
EBITDA利润率	(21.1)	13.5	16.0	19.9	21.9
经营利润率	(27.4)	9.3	11.7	13.9	15.9
净利率	(33.7)	8.6	9.8	11.6	13.5
盈利能力(%)					
ROA	(12.9)	4.2	6.1	7.8	9.1
ROE	(23.7)	6.8	11.2	15.3	17.7
ROIC	(25.4)	5.8	10.3	12.9	14.8
其他					
流动比率	2.6	2.0	1.7	1.7	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6月3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之观点；及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、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、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、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公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团及宜搜科技控股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，并可能受送递延误、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。