

教育	收盘价 港元 54.75	目标价 港元 80.00↓	潜在涨幅 +46.1%	2024年8月1日
----	-----------------	------------------	----------------	-----------

新东方教育科技 (9901 HK)

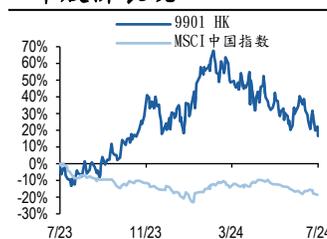
2024 财年 4 季度利润率不及预期，教学点扩张稳定推进

- 2024 财年 4 季度业绩：**收入 11 亿美元，基本符合预期，同比增 32%，主要受教育新业务增长拉动。调整后运营利润 3600 万美元，同比降 54%，不及我们预期的 6900 万美元，对应调整后运营利润率 3.2%，同比降 5.9 个百分点，主要因加速教学点拓展、文旅业务投入及提升员工薪酬奖励带来短期影响。调整后归母净利润 3700 万美元，低于我们/彭博一致预期的 7700 万美元/7200 万美元，对应调整后净利率 3.2%，同比降 4 个百分点。
- 核心教育业务概览：教学点加速扩张，教育新业务维持高速增长。**1) 传统业务：留学备考/出国咨询/成人及大学生/高中收入同比增 17.7%/17.3%/16.4%/25%，贡献收入约 55%。2) 新业务：收入同比增 50%，收入贡献约 20%，较去年同期提升 2 个百分点，非学科培训季度招生同比增 39%至 87.5 万人次。3) 教学点加速扩张，截至 5 月 31 日达 1,025 个，同/环比增 277/114 个 (+37%/13%，对比上季度环比净增 68 个)，2025 财年预计扩张 20-25%。4) 4 季度加速扩张，同时加大文旅相关业务投入以及员工奖金，影响教育业务利润率。
- 财务预测及估值：**我们预计 2025 财年 1 季度收入同比增 33%至 14.6 亿美元，不考虑东方甄选收入，我们预计收入约为 12.6 亿美元，同比增 34%（管理层指引 31-34%），与辉同行分拆仍将影响 1 季度整体运营利润率，或同比下降 3 个百分点。但剔除东方甄选，预计运营利润率同比提升 2 个百分点至 19%，主要受教育业务旺季规模效应拉动。我们认为教培需求及公司业务表现仍然稳健，考虑文旅业务投入、与辉同行出售以及后续东方甄选改革影响，下调 2025 财年集团运营利润率至 11.3%。保守原则不考虑东方甄选及现金价值，对应截至 2025 年 2 月底 12 个月利润，给予 25 倍市盈率，下调目标价至 80 港元/103 美元（EDU US），对应 2025/26 财年 28/21 倍市盈率及 2025 财年收入 30%增速指引。维持**买入**。

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)	39.80
市值 (百万港元)	90,617.82
日均成交量 (百万)	3.65
年初至今变化 (%)	(0.90)
200天平均价 (港元)	64.42

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万美元)	2,998	4,314	5,462	6,495	7,479
同比增长 (%)	-3.5	43.9	26.6	18.9	15.1
净利润 (百万美元)	259	381	603	821	1,039
每股盈利 (美元)	0.15	0.23	0.36	0.49	0.62
同比增长 (%)	-124.9	48.7	57.8	36.3	26.4
前EPS预测值 (美元)			0.38	0.53	
调整幅度 (%)			-4.0	-6.6	
市盈率 (倍)	45.6	30.7	19.4	14.3	11.3
每股账面净值 (美元)	2.14	2.26	2.74	3.30	3.99
市账率 (倍)	3.28	3.10	2.56	2.12	1.76

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 季度业绩概览

(百万美元)	4QFY23	3QFY24	4QFY24	环比 (%)	同比 (%)	交银国际预测	差异 (%)	点评
净营收	861	1,207	1,137	-6	32	1,128	1	
<i>市场预期</i>			<u>1,136</u>					
留学咨询	146	57	172	202	17	173	-1	
留学备考	95	207	111	-46	18	118	-6	
大学生/成人考试	26	23	30	30	16	33	-10	
高中	237	278	296	6	25	286	3	
新业务	155	221	233	5	50	246	-6	非学科培训维持高速增长，占新业务收入50%不变，招生人次同比增39%至87.5万
文旅	-	20	10	-50		10	0	
东方甄选及其他	202	401	285	-29	41	262	9	
营收成本	(392)	(645)	(542)	-16	39	(549)	-1	
毛利	469	563	594	6	27	579	3	
销售及营销开支	(148)	(161)	(208)	29	41	(200)	4	
占收比 (%)	17	13	18			18		
一般及行政开支	(273)	(288)	(376)	30	37	(343)	9	
占收比 (%)	32	24	33			30		
经营利润	48	113	11	-91	-78	36	-71	
调整后经营利润	79	141	36	-74	-54	69	-47	加速教学点拓展、文旅业务投入及提升员工薪酬奖励带来短期影响
其他收入/(支出)	24	18	46	151	94	37	25	
税费	(19)	(33)	(6)	-83	-72	(18)	-70	
归母净利润/(亏损)	29	87	27	-69	-7	51	-47	
调整后归母净利润/(亏损)	62	105	37	-65	-41	77	-52	
<i>市场预期</i>			<u>72</u>					
调整后经营利润率 (%)	9.1	11.7	3.2			6.1		
调整后净利率 (%)	7.2	8.7	3.2			6.8		
调整后每股盈利	0.04	0.06	0.02	-65	-41	0.05	-52	
调整后每股盈利(ADS)	0.37	0.63	0.22	-65	-41	0.46	-52	
<i>市场预期(EPADS)</i>			<u>0.38</u>					

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

2024年8月1日

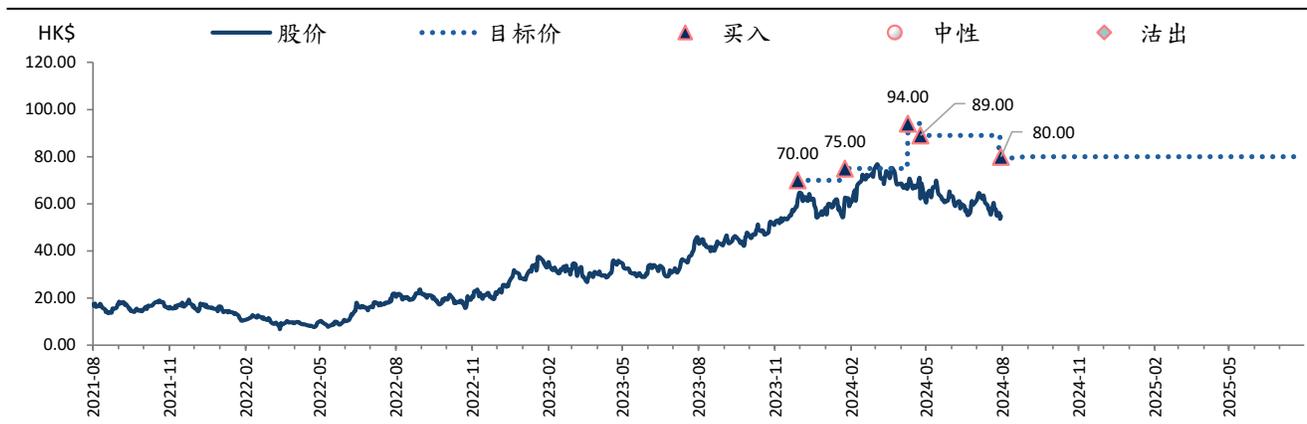
新东方教育科技(9901 HK)

图表 2: 损益表预测

(百万美元)			1QFY25E	1QFY25E								
年结5月31日	1QFY24	4QFY24	新预测	原预测	差异(%)	环比(%)	同比(%)	2QFY25E	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
净营收	1,100	1,137	1,463	1,462	0	29	33	1,160	4,314	5,462	6,495	7,479
<i>市场预期</i>			<u>1,472</u>					<u>1,158</u>		<u>5,459</u>	<u>6,616</u>	<u>7,671</u>
留学咨询	118	172	142	139	2	-17	20	106	439	506	575	653
留学备考	153	111	192	181	6	72	26	118	565	713	843	990
大学生/成人考试	51	30	64	77	-16	114	26	72	159	206	247	294
高中	319	296	406	395	3	37	27	230	1,066	1,373	1,601	1,786
新业务	231	233	346	300	15	49	50	313	891	1,338	1,674	2,017
文旅	11	10	50	50	0	395	350	42	53	182	227	284
东方甄选及其他	217	285	263	319	-18	-8	21	278	1,140	1,144	1,328	1,455
营收成本	(441)	(542)	(645)	(599)	8	19	46	(679)	(2,051)	(2,759)	(3,126)	(3,461)
毛利	659	594	818	862	-5	38	24	481	2,263	2,703	3,369	4,017
销售及营销开支	(136)	(208)	(223)	(201)	11	7	64	(161)	(661)	(780)	(984)	(1,091)
占收比(%)	12	18	14	19					15	14	15	15
一般及行政开支	(318)	(376)	(349)	(369)	-5	-7	10	(288)	(1,252)	(1,411)	(1,626)	(1,951)
占收比(%)	29	33	25	29					29	26	25	26
经营利润	205	11	246	292	-16	2,236	20	32	350	512	759	975
调整后经营利润	245	36	273	332	-18	653	12	53	473	615	881	1,117
其他收入/(支出)	42	46	36	37	-3	-23	-15	36	143	143	143	143
税费	(63)	(6)	(65)	(76)	-14	1,071	4	(16)	(110)	(151)	(198)	(246)
归母净利润(亏损)	165	27	232	240	-3	762	41	48	310	515	717	919
调整后归母净利润(亏损)	189	37	256	264	-3	593	35	67	381	603	821	1,039
<i>市场预期</i>			<u>262</u>					<u>81</u>		<u>633</u>	<u>833</u>	<u>1,049</u>
调整后经营利润率(%)	22.3	3.2	18.7	22.7				4.6	11.0	11.3	13.6	14.9
调整后净利率(%)	17.2	3.2	17.5	18.0				5.7	8.8	11.0	12.6	13.9
调整后每股盈利	0.11	0.02	0.15	0.16	-3	593	35	0.04	0.23	0.36	0.49	0.62
调整后每股盈利/(ADS)	1.14	0.22	1.53	1.58	-3	593	35	0.40	2.28	3.61	4.91	6.21
<i>市场预期(EPADS)</i>			<u>1.35</u>					<u>0.30</u>		<u>3.60</u>	<u>4.74</u>	<u>5.23</u>

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 3: 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 4: 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	88.57	129.00	45.6%	2024年07月17日	广告
IQ US	爱奇艺	买入	3.33	4.20	26.1%	2024年07月22日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	43.80	55.00	25.6%	2024年07月17日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	15.15	20.00	32.0%	2024年07月15日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	94.95	120.00	26.4%	2024年06月04日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	14.18	17.00	19.9%	2024年05月14日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.75	5.90	-12.6%	2024年05月29日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	33.29	33.00	-0.9%	2024年05月29日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	25.35	29.00	14.4%	2024年02月21日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	128.89	213.00	65.3%	2024年05月23日	电商
JD US	京东	买入	26.39	40.00	51.6%	2024年05月17日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	78.85	111.00	40.8%	2024年04月11日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	10.86	13.40	23.4%	2024年06月26日	电商
9901 HK	新东方教育科技	买入	54.75	80.00	46.1%	2024年08月01日	教育
DAO US	有道	买入	3.10	5.00	61.3%	2024年05月24日	教育
GOTU US	高途	买入	4.80	9.10	89.6%	2024年02月28日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.02	15.50	54.7%	2024年01月26日	教育
NTES US	网易	买入	92.11	117.00	27.0%	2024年05月24日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	22.15	30.00	35.4%	2024年05月22日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	362.20	457.00	26.2%	2024年05月16日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	10.96	15.00	36.9%	2024年03月28日	游戏
3690 HK	美团	买入	109.30	129.00	18.0%	2024年06月07日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	17.06	26.00	52.4%	2024年03月18日	本地生活
9699 HK	顺丰同城	买入	9.53	13.50	41.7%	2024年07月12日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.32	1.70	28.8%	2024年07月19日	物流
2618 HK	京东物流	中性	8.05	9.80	21.7%	2024年07月13日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	23.15	30.00	29.6%	2024年03月28日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	11.00	14.00	27.3%	2024年03月27日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	13.62	25.00	83.6%	2024年05月22日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	337.80	509.00	50.7%	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7月31日

2024年8月1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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	2,998	4,314	5,462	6,495	7,479
主营业务成本	(1,409)	(2,051)	(2,759)	(3,126)	(3,461)
毛利	1,588	2,263	2,703	3,369	4,017
销售及管理费用	(445)	(661)	(780)	(984)	(1,091)
研发费用	(954)	(1,252)	(1,411)	(1,626)	(1,951)
其他经营净收入/费用	0	0	0	0	0
经营利润	190	350	512	759	975
Non-GAAP标准下的经营利润	280	473	615	881	1,117
财务成本净额	85	123	156	185	213
其他非经营净收入/费用	33	20	(12)	(42)	143
税前利润	309	494	656	902	1,332
税费	(66)	(110)	(151)	(198)	(246)
非控股权益	(65)	0	0	0	0
净利润	177	384	505	704	1,086
作每股收益计算的净利润	177	384	505	704	1,086
Non-GAAP标准的净利润	259	381	603	821	1,039

资产负债表(百万元美元)					
截至5月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1,805	1,589	2,595	3,653	4,910
有价证券	1,478	2,066	2,169	2,277	2,391
应收账款及票据	33	30	53	57	70
存货	53	93	93	86	112
其他流动资产	1,045	1,612	1,943	2,188	2,226
总流动资产	4,414	5,389	6,853	8,261	9,710
投资物业	400	356	374	392	412
物业、厂房及设备	360	508	815	1,006	1,138
无形资产	131	123	101	96	92
其他长期资产	1,089	1,156	1,019	1,050	1,080
总长期资产	1,979	2,143	2,308	2,544	2,722
总资产	6,392	7,532	9,161	10,806	12,433
应付账款	913	1,220	1,570	1,837	1,916
其他短期负债	1,338	1,781	2,254	2,681	3,087
总流动负债	2,251	3,001	3,824	4,518	5,003
长期贷款	0	0	0	0	0
长期应付账款	288	448	448	448	448
其他长期负债	39	34	39	44	48
总长期负债	327	482	487	492	496
总负债	2,578	3,483	4,311	5,009	5,499
股本	1,941	0	0	0	0
储备及其他资本项目	1,663	3,776	4,577	5,523	6,661
股东权益	3,604	3,776	4,577	5,523	6,661
非控股权益	210	273	273	273	273
总权益	3,815	4,049	4,850	5,796	6,934

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	301	435	685	958	929
折旧及摊销	125	185	329	394	466
营运资本变动	538	548	732	519	478
税费	66	110	151	198	246
其他经营活动现金流	(59)	(155)	(199)	(274)	2,014
经营活动现金流	971	1,123	1,697	1,795	4,132
资本开支	(143)	(431)	(546)	(585)	(598)
投资活动	(544)	(121)	(127)	(133)	(140)
其他投资活动现金流	650	(601)	6	6	(732)
投资活动现金流	(37)	(1,154)	(667)	(712)	(1,470)
负债净变动	0	0	0	0	0
权益净变动	(181)	(200)	0	0	0
股息	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(66)	40	0	0	0
融资活动现金流	(247)	(160)	0	0	0
汇率收益/损失	(76)	(25)	(25)	(25)	(25)
年初现金	1,195	1,805	1,589	2,595	3,653
年末现金	1,805	1,589	2,595	3,653	4,910

财务比率					
年结5月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(美元)					
核心每股收益	0.106	0.232	0.305	0.426	0.657
全面摊薄每股收益	0.105	0.230	0.302	0.421	0.650
Non-GAAP标准下的每股收益	0.154	0.228	0.361	0.491	0.621
每股账面值	2.138	2.264	2.738	3.305	3.985
利润率分析(%)					
毛利率	53.0	52.5	49.5	51.9	53.7
EBITDA利润率	10.5	12.4	15.4	17.7	19.3
EBIT利润率	6.3	8.1	9.4	11.7	13.0
净利率	5.9	8.9	9.2	10.8	14.5
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	53.0	52.5	49.5	51.9	53.7
EBITDA利润率	13.5	15.2	17.3	19.6	21.2
经营利润率	9.3	11.0	11.3	13.6	14.9
净利率	8.6	8.8	11.0	12.6	13.9
盈利能力(%)					
ROA	4.2	5.5	7.2	8.2	8.9
ROE	6.8	9.7	13.5	15.4	16.3
ROIC	5.8	9.1	9.8	11.9	12.6
其他					
流动比率	2.0	1.8	1.8	1.8	1.9
存货周转天数	10.4	10.4	10.4	10.4	10.4
应收账款周转天数	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
应付账款周转天数	11.9	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8月1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、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、山西省安泰集团股份有限公司、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、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)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，并可能受递送延误、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。