

## 利润端短期扰动，看好教培业务健康发展

2024 年 08 月 04 日

**事件：**7月31日晚间，新东方发布 FY2024Q4 及全年业绩。2024 年 3-5 月实现净收入 11.37 亿美元/yoy+32%，归母净利润 0.27 亿美元/yoy-7%；Non-GAAP 经营利润 0.36 亿美元/yoy-54%，Non-GAAP 归母净利润 0.37 亿美元/yoy-41%。2024 财年全年净收入 43.14 亿美元/yoy+44%，Non-GAAP 归母净利润 3.81 亿美元/yoy+47%。

➤ **FY2024Q4 收入略超指引，利润不及预期，但利润端扰动偏短期。** FY2024Q4 营收 11.37 亿美元，yoy+32%，略超此前指引 (yoy+28~31%)，去年高基数下仍保持较快增长。Non-GAAP 经营利润 0.36 亿美元，yoy-54%，低于市场预期 (0.69 亿美元)。FY2024Q4 利润下滑较多受到多因素影响：1) 加速扩展教学点带来费用增长，以及文旅业务投入、提升管理层和员工薪酬奖励；2) 东方甄选投入，以及出售与辉同行带来的费用。我们认为当前环境下加快教培业务布局具备合理性，且公司网点扩张整体稳健，预计 FY24Q4 纯网点层面利润率未有下滑，随着暑期旺季的来临，FY25Q1 网点利用率有望提升，带来教培利润率的回升。另外，有关与辉同行交易的影响偏一次性，有望于 FY25Q1 消化完毕。

➤ **FY2025Q1 教培业务（非甄选部分）收入指引同增 31-34%，利润率指引提升 2ppt。** FY2025Q1 公司预计教培业务收入 12.55-12.84 亿美元，yoy+31~34%。结合 FY2024Q4 末递延收入余额 17.80 亿美元，yoy+33%，考虑到去年暑期基数已经较高，我们认为教培业务向好趋势仍然明确。从产能扩张来看，截至 2024 年 5 月 31 日，公司线下教学点数量达到 1025 个，yoy+37%，恢复到高点的 6 成，最近四个季度净增 45/50/86/114 个，反映线下旺盛需求，也为后续增长奠定基础。FY25 全年维度，公司计划网点增长 20-25%。

➤ **行业景气度无虞，公司作为龙头优势明显，看好教培业务健康发展。** 公司“双减”后快速转型非学科等合规业务，产品矩阵丰富、品牌口碑延续、全国网点基础深厚、教研和师训体系优势仍在。当前教培行业政策稳定，合规机构供给恢复仍然有限，供需仍然存在较大错配。伴随公司的产能扩张以及入学人次增长，我们预计公司教培业务前景向好，结合产能扩张速度，我们预计 FY25 全年公司教培收入增速有望维持较快增长，并且当前新教学点比重偏高，随着新开教学点利用率爬坡，利润率有望提升。

➤ **投资建议：**结合最新财报，我们预计 FY2025-2027 收入 53.02/65.60/78.64 亿美元，3 年复合增速 22%；Non-GAAP 归母净利润 5.77/7.54/9.48 亿美元，3 年复合增速 36%。2024 年 8 月 2 日收盘价对应 FY2025-2027 的 EPS（基于 Non-GAAP 归母净利润）的 PE 分别为 17/13/11 倍。维持“推荐”评级。

➤ **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	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	4,314	5,302	6,560	7,864
增长率(%)	43.9	22.9	23.7	19.9
经调整净利润	381	577	754	948
增长率(%)	47	52	31	26
EPS(基于经调整净利润)	0.23	0.35	0.46	0.57
P/E(基于经调整净利润)	26	17	13	11
P/B	2.6	2.4	2.0	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 2 日收盘价，汇率 1USD=7.81HKD）

### 推荐

维持评级

当前价格：

47.05 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

- 新东方-S (9901.HK) 2024 财年三季报点评：营收超预期，利润受多个短期因素扰动-2024/04/26
- 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
- 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
- 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)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>流动资产合计</b>	<b>5,389</b>	<b>6,812</b>	<b>8,244</b>	<b>9,884</b>
现金及现金等价物	1,389	2,754	4,049	5,543
应收账款及票据	30	44	33	26
存货	93	71	87	103
其他	3,877	3,942	4,075	4,211
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,143</b>	<b>2,201</b>	<b>2,337</b>	<b>2,537</b>
固定资产	508	541	613	715
商誉及无形资产	777	801	866	963
其他	858	858	858	858
<b>资产合计</b>	<b>7,532</b>	<b>9,013</b>	<b>10,581</b>	<b>12,420</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3,001</b>	<b>4,006</b>	<b>4,915</b>	<b>5,891</b>
短期借贷	0	0	0	0
应付账款及票据	106	83	61	72
其他	2,895	3,923	4,854	5,819
<b>非流动负债合计</b>	<b>482</b>	<b>482</b>	<b>482</b>	<b>482</b>
长期借贷	14	14	14	14
其他	467	467	467	467
<b>负债合计</b>	<b>3,483</b>	<b>4,488</b>	<b>5,397</b>	<b>6,373</b>
普通股股本	0	0	0	0
储备	3,776	4,232	4,865	5,697
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>3,776</b>	<b>4,232</b>	<b>4,865</b>	<b>5,697</b>
少数股东权益	273	293	319	350
<b>股东权益合计</b>	<b>4,049</b>	<b>4,525</b>	<b>5,184</b>	<b>6,047</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>7,532</b>	<b>9,013</b>	<b>10,581</b>	<b>12,420</b>

现金流量表 (百万美元)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,123</b>	<b>1,739</b>	<b>1,770</b>	<b>2,068</b>
净利润	310	480	658	857
少数股东权益	16	20	26	31
折旧摊销	NA	292	314	351
营运资金变动及其他	NA	947	772	830
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,154</b>	<b>-350</b>	<b>-450</b>	<b>-550</b>
资本支出	NA	-350	-450	-550
其他投资	NA	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-160</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
借款增加	NA	0	0	0
普通股增加	NA	0	0	0
已付股利	NA	0	0	0
其他	-160	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>-216</b>	<b>1,365</b>	<b>1,295</b>	<b>1,494</b>

利润表 (百万美元)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>营业收入</b>	<b>4,314</b>	<b>5,302</b>	<b>6,560</b>	<b>7,864</b>
其他收入	0	0	0	0
营业成本	2,051	2,492	3,044	3,609
销售费用	661	795	958	1,124
管理费用	1,252	1,511	1,837	2,162
研发费用	0	0	0	0
财务费用	NA	-138	-155	-171
权益性投资损益	-59	0	0	0
其他损益	143	0	0	0
除税前利润	435	641	877	1,138
所得税	110	141	193	250
净利润	325	500	684	888
少数股东损益	16	20	26	31
<b>归属母公司净利润</b>	<b>310</b>	<b>480</b>	<b>658</b>	<b>857</b>
EBIT	435	504	722	967
EBITDA	435	796	1,035	1,318
EPS (元)	0.19	0.29	0.40	0.52

主要财务比率	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>成长能力(%)</b>				
营业收入	43.89	22.90	23.73	19.87
归属母公司净利润	74.57	55.18	36.88	30.25
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	52.45	53.00	53.60	54.10
净利率	7.18	9.06	10.02	10.89
ROE	8.20	11.35	13.52	15.04
ROIC	8.00	8.65	10.83	12.45
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	46.24	49.80	51.01	51.31
净负债比率(%)	-33.96	-60.55	-77.83	-91.42
流动比率	1.80	1.70	1.68	1.68
速动比率	0.58	0.79	0.92	1.04
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.62	0.64	0.67	0.68
应收账款周转率	137.46	143.54	170.43	266.51
应付账款周转率	23.38	26.40	42.29	54.25
每股指标 (元)				
每股收益	0.19	0.29	0.40	0.52
每股经营现金流	0.68	1.05	1.07	1.25
每股净资产	2.28	2.56	2.94	3.44
<b>估值比率</b>				
P/E	32	21	15	12
P/B	2.6	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA	19.75	10.80	8.30	6.52

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测 (注: FY2024 公司现金流量表和财务费用还未完全披露)

## 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。	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