

# 新东方-S (09901.HK)

## FY24Q4 季报点评: 教育业务增长强劲, 与辉同行出表影响有限

买入 (维持)

2024年08月04日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002  
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理 张文雨

执业证书: S0600123070071  
zhangwy@dwzq.com.cn

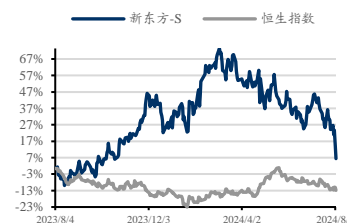
盈利预测与估值	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业总收入 (百万美元)	2998	4314	5271	6458	7444
同比(%)	(3.46)	43.89	22.20	22.51	15.27
归母净利润 (百万美元)	177.34	309.59	436.64	539.96	644.13
同比(%)	114.93	74.57	41.04	23.66	19.29
Non-GAAP 净利润 (百万美元)	258.91	381.12	502.77	611.44	719.95
同比(%)	-	47.20	31.92	21.62	17.75
EPS-最新摊薄 (美元/股)	0.11	0.19	0.26	0.33	0.39
P/E (现价最新摊薄)	56.25	32.22	22.85	18.48	15.49
PE (Non-GAAP 归母净利润)	38.53	26.18	19.84	16.32	13.86

关键词: #产能扩张 #规模经济

### 投资要点

- **事件:** 新东方发布 FY2024Q4 财报 (对应 24 年 3-5 月), 单季营收同比增长 32.1% 至 11.4 亿美元, 连续四个季度超过业绩指引。受产能扩张、新整合旅游业务和额外员工激励等因素的影响, FY24Q4 毛利率和 non-GAAP 经营利润率分别同比下滑 2pct 和 6pct。公司预计 FY25Q1 的营收同比增速将达到 31%~34% (不考虑东方甄选部分), 教育业务利润率压力将减轻, 经营利润率将同比提升 2pct (不考虑东方甄选部分)。
- **分业务来看, 教育业务全面增长, 研学文旅业务进展顺利。** FY24Q4 海外备考业务收入同比增长 17.7%, 留学咨询业务收入同比增长 17.3%, 面向成人和大学生在国内备考收入同比增长 16.4%, 教育类新业务收入同比增长 50.3%。研学营地业务本季度已覆盖全国超 65 个城市; 文旅业务覆盖中老年、青少年及亲子等全年龄段群体, FY2024 营收约 3.8 亿元人民币, 公司预计 FY2025 营收将达 12 亿元人民币。
- **网点加速扩张, 网点利用率仍在提升:** 本季度新东方学校和学习中心总数增至 1025 所, FY2024 全年新开设网点 277 所, 公司预计 FY2025 网点数量将增长 20%~25%。FY24Q4 非学科类培训业务报名人数约为 87.5 万人, yoy+39%; 智能学习系统及设备业务活跃付费用户达 18.8 万人, yoy+90%。单网点来看, FY2024 全年平均每个网点的教育类新业务用户数为 3561 人, yoy+29%; FY24Q4 平均每个网点的教育类新业务用户数为 1037 人, yoy+7%, 表明单网点利用率仍在提升。
- **与辉同行预计 7 月出表, 对新东方集团影响较小:** 与辉同行作为东方甄选的子公司, 由董宇辉负责带队运营, 于 2024 年 7 月 25 日宣布独立。经我们测算, FY2024 与辉同行对新东方集团的收入贡献约为 2%, 归母净利润贡献约 3%, 影响较小。
- **盈利预测与投资评级:** 新东方的核心估值与市值潜力主要取决于其教育业务板块, 随着教培行业的稳定发展, 公司正在加快教研扩充和新网点开设, 短期对利润率带来一定影响。我们将公司 FY2025-2026 non-GAAP 归母净利润从 5.2/6.3 亿美元下调至 5.0/6.1 亿美元, 并预计 FY2027 为 7.2 亿美元。当前股价对应 FY2025-2027 年 non-GAAP 归母净利润的 PE 分别为 20/16/14 倍 (按照 2024/8/3 美元兑港元汇率 7.8060 换算), 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 人才流失和品牌信誉风险, 教育行业竞争加剧风险, 新业务拓展不及预期风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(港元)	47.05
一年最低/最高价	38.85/77.05
市净率(倍)	20.62
港股流通市值(百万港元)	77,873.60

### 基础数据

每股净资产(美元)	2.28
资产负债率(%)	46.24
总股本(百万股)	1,655.12
流通股本(百万股)	1,655.12

### 相关研究

《新东方-S(09901.HK.): FY2024Q3 财报点评: 维持盈利预测, 快速扩张带来长期增长弹性》

2024-04-29

《新东方-S(09901.HK.): FY24Q2 业绩点评: 收入增速超业绩指引, 经营利润率持续提升》

2024-01-30

## 内容目录

1. 收入继续快速增长，网点加速扩张，利润率短期承压 .....	3
2. 市场需求旺盛，网点加速扩张，网点利用率仍在提升 .....	5
3. 与辉同行预计 7 月出表，对新东方集团整体影响有限 .....	7
4. 风险提示 .....	8

## 图表目录

图 1: FY2024Q1-Q4 新东方连续四个季度营收超业绩指引 .....	3
图 2: FY2021-2024 新东方毛利率及 non-GAAP 经营利润率 .....	4
图 3: FY2024Q1-Q4 教育业务收入同比增速 (%) .....	4
图 4: 2007-2024 年新东方学校和学习中心数量 (间) .....	5
图 5: FY2023-2024 教育类新业务的用户数 (万人) .....	6
图 6: FY2023-2024 教育类新业务的单网点用户数 (人) .....	6
表 1: “与辉同行” GMV 及收入占比测算 (亿元人民币) .....	7

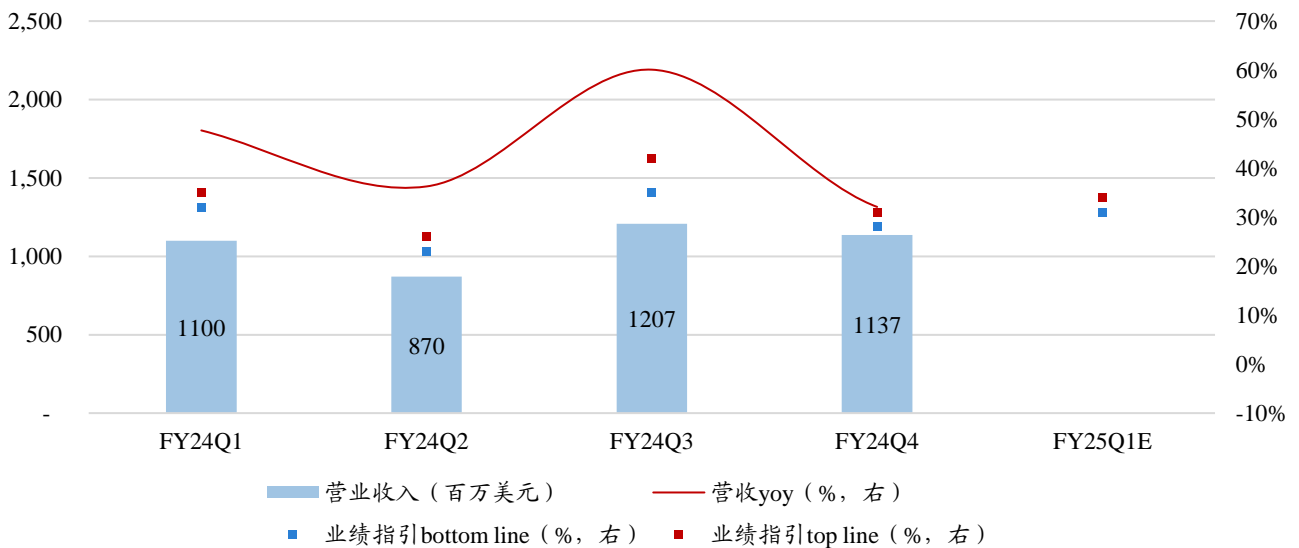
## 1. 收入继续快速增长，网点加速扩张，利润率短期承压

新东方发布 FY24Q4 季报，2024 年 3-5 月营收同比增长 32.1% 至 11.4 亿美元，连续四个季度超过业绩指引。公司预计 FY25Q1 营收（不含东方甄选部分）同比增速为 31%~34%。

FY24Q4 毛利润同比增长 27% 至 5.9 亿美元，毛利率同比下滑 2pct 至 52.3%。non-GAAP 经营利润同比下滑 54% 至 0.4 亿美元，non-GAAP 经营利润率同比下滑 6pct 至 3.2%。non-GAAP 归母净利润同比下滑 40.5% 至 0.4 亿美元，non-GAAP 归母净利润率同比下滑 4pct 至 3.2%。

由于季度内公司加速产能扩张、新整合旅游相关业务、对管理层和员工的额外激励，对利润率产生了短期影响，公司预计 FY2025 教育业务利润率压力将有所减轻，并预计 FY25Q1 经营利润率（不含东方甄选的部分）将同比提升 2pct。

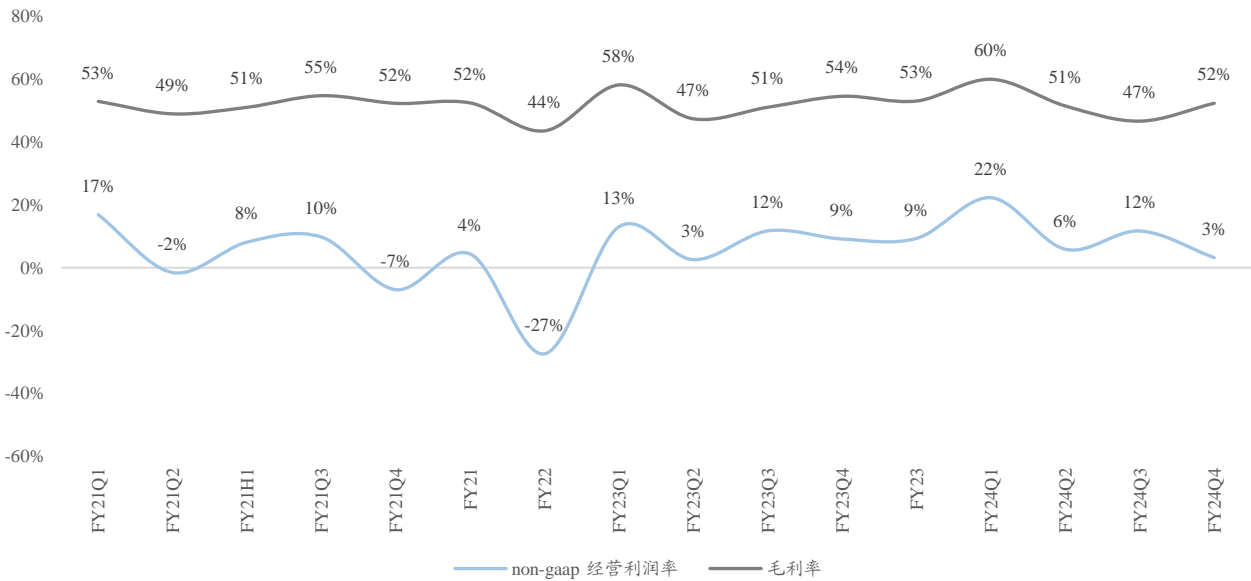
图1: FY2024Q1-Q4 新东方连续四个季度营收超业绩指引



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：FY24Q1-Q4 业绩指引为总收入指引，FY25Q1 业绩指引为不含东方甄选部分的业务收入增速

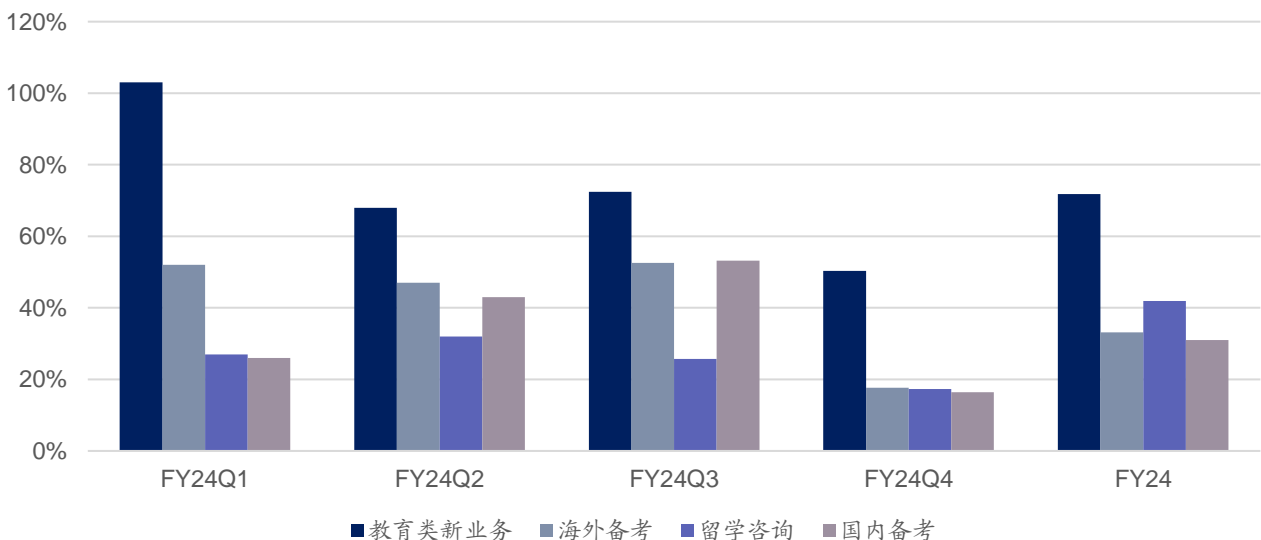
图2: FY2021-2024 新东方毛利率及 non-GAAP 经营利润率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**教育业务全面增长, 研学文旅进展顺利:** 教育业务方面, FY24Q4 海外备考业务收入同比增长 17.7%, 留学咨询业务收入同比增长 17.3%, 面向成人和大学学生的国内备考收入同比增长 16.4%, 教育类新业务收入同比增长 50.3%。研学营地业务本季度已覆盖全国超 65 个城市; 文旅业务覆盖中老年、青少年及亲子等全年龄段群体, FY2024 营收约 3.8 亿元人民币, 公司预计 FY2025 营收将达 12 亿元人民币。

图3: FY2024Q1-Q4 教育业务收入同比增速 (%)

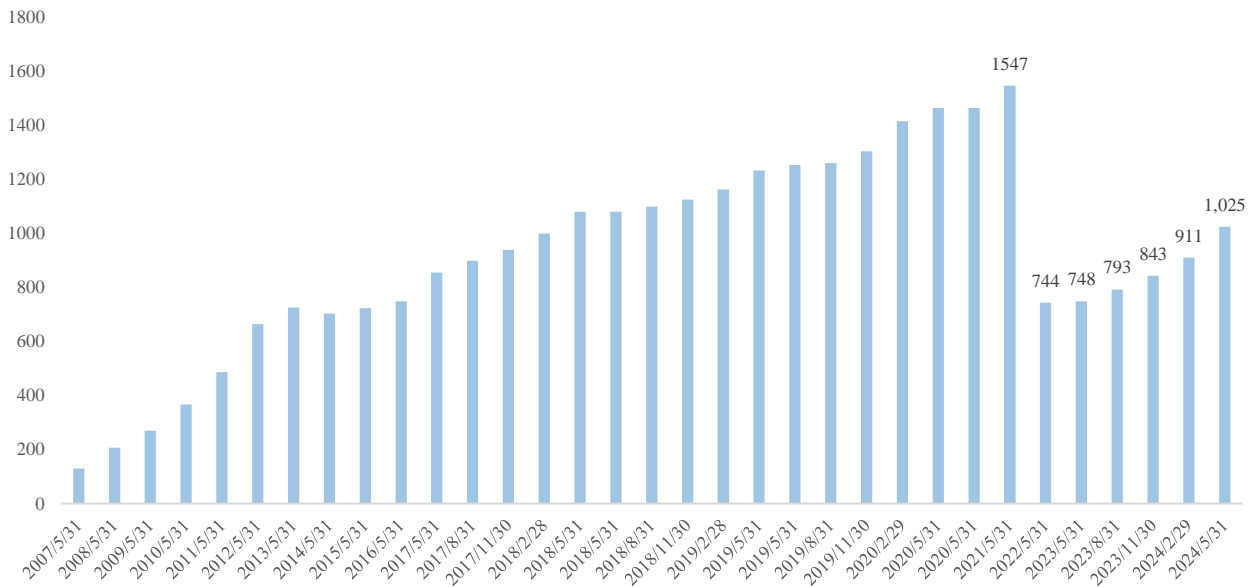


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2. 市场需求旺盛，网点加速扩张，网点利用率仍在提升

**市场需求旺盛，网点加速扩张：**截至 2024/5/31，新东方学校和学习中心总数为 1025 间（其中，学校数量 81 间），已恢复至 2021/5/31 最高点的 66%。网点扩张进一步加速，本季度新增网点 114 间，而上一季度新增网点数为 68 间；FY2024 全年公司新开设网点 277 间，而 FY2023 全年新开设网点 68 间。公司预计 FY2025 网点数量将增长 20%~25%。

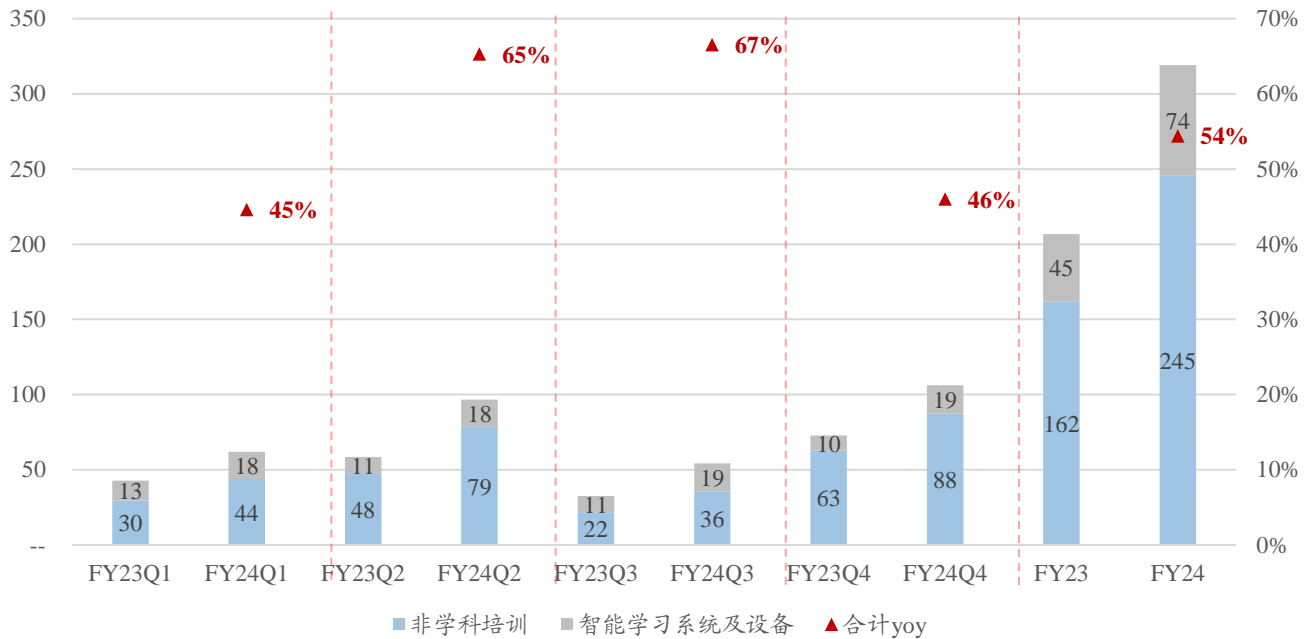
图4：2007-2024 年新新东方学校和学习中心数量（间）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

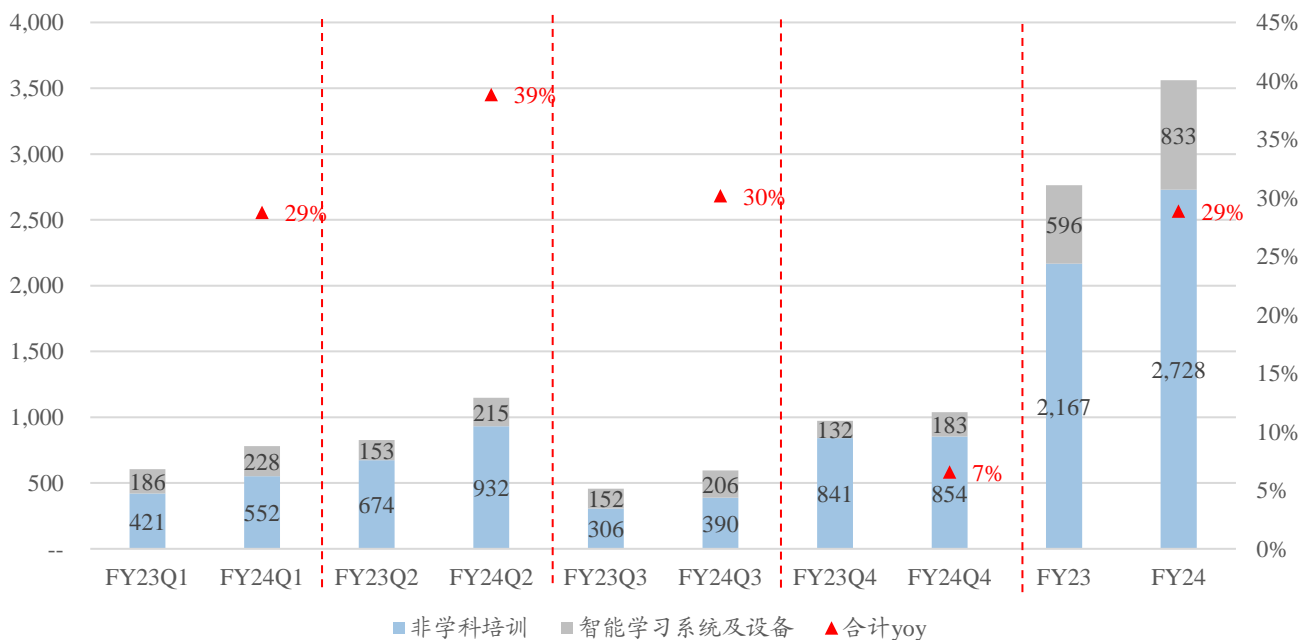
**报名人数快速增长，网点利用率仍在提升。** FY24Q4 非学科类培训业务报名人数约为 87.5 万人，yoy+39%；智能学习系统及设备业务活跃付费用户达 18.8 万人，yoy+90%。单网点来看，FY2024 全年平均每个网点的教育类新业务用户数为 3561 人，yoy+29%；FY24Q4 平均每个网点的教育类新业务用户数为 1037 人，yoy+7%，表明单网点利用率仍在提升。

图5: FY2023-2024 教育类新业务的用户数 (万人)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: FY2023-2024 教育类新业务的单网点用户数 (人)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3. 与辉同行预计 7 月出表，对新东方集团整体影响有限

“与辉同行”是新东方旗下的直播带货平台东方甄选旗下的子公司，成立于 2023 年，由董宇辉负责带队运营。2024 年 7 月 25 日，东方甄选发布公告称，董宇辉已决定不再担任公司雇员及公司一个合并联属实体的高级管理层，东方甄选将与辉同行 100% 股权，作价 7659 万元出售给董宇辉。

经我们测算，FY2024 与辉同行对新东方集团收入贡献约 2%、归母净利润贡献约 3%，对于新东方集团影响有限。

(1) GMV 上，据我们估算，FY2024 与辉同行占比东方甄选全网 GMV 约 22%。

(2) 收入上，我们测算 FY2024H1 东方甄选自营品 take rate 约为 92%、代销第三方产品 take rate 约为 14%。我们假设 FY2024H2 take rate 持平 H1，计算得到，FY2024 与辉同行收入占比东方甄选约 7%，占比新东方集团约 2%（按照 2024/8/3 美元兑人民币 7.2460 换算）。

(3) 利润上，与辉同行成立后半年时间里销售净利润为 1.4 亿元人民币，合 1951 万美元。目前新东方持有东方甄选 55% 股权比例。FY2024 与辉同行销售净利润乘以 55% 为 1073 万美元，占新东方集团归母净利润的 3%。

表1: “与辉同行” GMV 及收入占比测算 (亿元人民币)

亿元人民币	FY23H1	FY23H2	FY2023	FY24H1	FY24H2e	FY2024e
	2022/6-2022/11	2022/12-2023/5	2022/6-2023/5	2023/6-2023/11	2023/12-2024/5	2023/6-2024/5
<b>东方甄选全网GMV</b>	<b>48</b>	<b>52</b>	<b>100</b>	<b>57</b>	<b>109</b>	<b>166</b>
YOY				19%	110%	66%
与辉同行GMV	0	0	0	0	35	35
GMV占比	0%	0%	0%	0%	32%	21%
自营产品GMV	11	17	28	21	36	57
YOY				90%	108%	102%
GMV占比	35%	33%	28%	36%	33%	34%
代销第三方产品GMV (不含与辉同行)	37	35	72	36	38	74
YOY				-2%	10%	4%
GMV占比	77%	67%	72%	64%	35%	45%
<b>东方甄选自营产品及直播电商收入</b>	<b>18</b>	<b>21</b>	<b>39</b>	<b>24</b>	<b>43</b>	<b>67</b>
YOY				36%	103%	73%
与辉同行收入	0	0	0	0	5	5
take rate					14%	14%
收入占比	0%	0%	0%	0%	11%	7%
自营产品收入	10	16	26	19	33	52
take rate	92%	92%	92%	92%	92%	91%
收入占比	56%	75%	67%	79%	76%	77%
代销第三方产品收入 (不含与辉同行)	8	5	13	5.1	5	10
take rate	21%	15%	18%	14%	14%	14%
收入占比	44%	25%	33%	21%	12%	16%

数据来源：证券时报，贝壳财经，公司公告，东吴证券研究所

注 1: 据证券时报报道，与辉同行今年 1 月 7 日开播以来，截至 7 月 19 日的总 GMV 为 43.8 亿元人民币，我们估算 FY24H2 6 个月 GMV 约为  $43.8 \times 6 / 7.5 = 35$  亿元。

注 2: 据贝壳财经报道，东方甄选自营品 FY24H2 GMV 为 36 亿元，同比增长 108%、环比增长 74%，我们据此计算自营品在 FY23H1 和 FY24H1 的 GMV。

注 3: 蓝色字体表示我们的假设值；FY24H2 东方甄选全网 GMV 和收入为我们的估算值，不代表官方数据。

新东方的核心估值与市值潜力主要取决于其教育业务板块，随着教培行业的稳定发展，公司正在加快教研扩充和新网点开设，短期对利润率带来一定影响。我们将公司 FY2025-2026 non-GAAP 归母净利润从 5.2/6.3 亿美元下调至 5.0/6.1 亿美元，并预计 FY2027 为 7.2 亿美元。当前股价对应 FY2025-2027 年 non-GAAP 归母净利润的 PE 分别为 20/16/14 倍（按照 2024/8/3 美元兑港元汇率 7.8060 换算），维持“买入”评级。

#### 4. 风险提示

**人才流失和品牌信誉风险：**公司业务在一定程度上依赖于名师资源和品牌信誉。若公司人才资源流失，或出现较多负面新闻，则会对后续招生产生不利影响。

**教育行业竞争加剧风险：**教育行业分散且竞争激烈，公司在各课程门类和经营地区均面临竞争。竞争加剧有可能对公司的收入和利润率产生不利影响。

**新业务拓展不及预期风险：**新东方的非学科培训、智慧教育和文旅业务，以及子公司东方甄选的直播电商尚处于起步期，未来发展情况存在较大不确定性。



## 新东方-S 三大财务预测表

资产负债表 (百万美元)					利润表 (百万美元)				
	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E		FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>流动资产</b>	<b>5,388.88</b>	<b>6,107.42</b>	<b>7,099.98</b>	<b>8,059.31</b>	<b>营业总收入</b>	<b>4,313.59</b>	<b>5,271.26</b>	<b>6,457.97</b>	<b>7,443.78</b>
现金及现金等价物	1,389.36	1,979.83	2,807.89	3,629.69	营业成本	2,050.96	2,325.27	2,793.06	3,201.31
应收账款及票据	29.69	36.28	44.45	51.23	销售费用	660.59	783.47	992.25	1,140.62
存货	92.81	105.22	126.39	144.86	管理费用	1,251.62	1,689.86	2,092.58	2,427.44
其他流动资产	3,877.02	3,986.09	4,121.25	4,233.52	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	<b>2,142.80</b>	<b>2,502.73</b>	<b>2,861.52</b>	<b>3,221.04</b>	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	507.98	651.75	793.03	933.73	<b>经营利润</b>	<b>350.43</b>	<b>472.65</b>	<b>580.08</b>	<b>674.41</b>
商誉及无形资产	776.54	955.76	1,136.33	1,318.19	利息收入	0.00	48.63	69.29	98.28
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期投资	563.18	598.99	634.81	670.62	其他收益	84.48	50.76	62.62	74.44
其他非流动资产	295.10	296.23	297.36	298.49	<b>利润总额</b>	<b>434.91</b>	<b>572.04</b>	<b>712.00</b>	<b>847.13</b>
<b>资产总计</b>	<b>7,531.67</b>	<b>8,610.16</b>	<b>9,961.50</b>	<b>11,280.34</b>	所得税	109.69	125.85	156.64	186.37
<b>流动负债</b>	<b>3,000.86</b>	<b>3,657.76</b>	<b>4,478.35</b>	<b>5,161.04</b>	<b>净利润</b>	<b>325.22</b>	<b>446.19</b>	<b>555.36</b>	<b>660.76</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	15.63	9.55	15.40	16.63
应付账款及票据	105.68	119.82	143.92	164.96	<b>归属母公司净利润</b>	<b>309.59</b>	<b>436.64</b>	<b>539.95</b>	<b>644.13</b>
其他	2,895.17	3,537.94	4,334.43	4,996.08	EBIT	434.91	523.41	642.70	748.85
<b>非流动负债</b>	<b>481.80</b>	<b>481.80</b>	<b>481.80</b>	<b>481.80</b>	EBITDA	481.41	572.93	693.37	798.80
长期借款	14.40	14.40	14.40	14.40	Non-GAAP 归母净利润	381.12	502.77	611.44	719.95
其他	467.40	467.40	467.40	467.40					
<b>负债合计</b>	<b>3,482.66</b>	<b>4,139.56</b>	<b>4,960.15</b>	<b>5,642.84</b>					
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>主要财务比率</b>	<b>FY2024A</b>	<b>FY2025E</b>	<b>FY2026E</b>	<b>FY2027E</b>
少数股东权益	273.08	282.63	298.03	314.67	每股收益(美元)	0.19	0.26	0.33	0.39
归属母公司股东权益	3,775.93	4,187.96	4,703.31	5,322.83	每股净资产(美元)	2.45	2.70	3.02	3.41
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,531.67</b>	<b>8,610.16</b>	<b>9,961.50</b>	<b>11,280.34</b>	发行在外股份(百万股)	1,655.12	1,655.12	1,655.12	1,655.12
					ROIC(%)	8.24	9.55	10.55	10.95
					ROE(%)	8.20	10.43	11.48	12.10
					毛利率(%)	52.45	55.89	56.75	56.99
					销售净利率(%)	7.18	8.28	8.36	8.65
					资产负债率(%)	46.24	48.08	49.79	50.02
					收入增长率(%)	43.89	22.20	22.51	15.27
					净利润增长率(%)	74.57	41.04	23.66	19.29
					P/E	32.22	22.85	18.48	15.49
					P/B	2.46	2.23	1.99	1.77
					EV/EBITDA	25.05	13.98	10.36	7.96

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为美元,美元兑港元汇率为2024年8月3日的7.8060,预测均为东吴证券研究所预测。

注:公司季报尚未披露FY2024“折旧和摊销”、“资本开支”、“营运资本变动”,这三项数据为我们的计算值。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>