

买入

2024年8月5日

利润率短期扰动，教育业务延续增长

► **业绩概览：**截止 24 年 5 月 31 日，公司 FY24Q4 同比+32.1%至 11.37 亿美元，略高于此前公司业绩指引（11.02-11.27 亿美元）。经营净利润 1053 万美元，同比-78.1%；Non-GAAP 经营利润 3632 万美元，同比-53.8%；归母利润 2697 万美元，同比-6.9%。Non-GAAP 净利润为 3693 万美元，同比-40.5%。

► **教育业务维持增长，教学点加速扩张：**截至 FY24Q4 末，公司学校及学习中心数 1,025 间，环比增加 114 间（上季度环比增加 68 间），其中学校数量为 81 间。FY24Q4 海外考试准备和出国咨询业务同比增长 17.7%及 17.3%（美元计，下同）；大学生及成人考试业务同比增长 16.4%；新业务方面，Q4 整体营收同比增长 50.3%，其中非学科类辅导业务报名人数 87.5 万，同比增长 39.1%。智能学习系统及设备 Q1 活跃付费用户达 18.8 万人，同比增长 89.9%。

► **提高投入致利润率下滑：**FY24Q4 公司毛利率 52.3%，同比-2.2pct；销售/管理费用率 18.3%/33.0%，同比+1.1pct/+1.3pct；经营利润率 0.9%，同比-4.7pct；剔除股权激励费用后的 Non-GAAP 经营利润率 3.2%，同比-5.9%；主要由于网点加速扩张/文旅业务投入/员工薪酬增加等影响，导致其利润率有所下滑。此外，公司预计 FY25Q1（2024 年 6 月 1 日至 2024 年 8 月 31 日）的净营收总额将为 12.5 亿美元至 12.8 亿美元之间（不包括东方甄选自管产品直播电商业务），同比增长 31%到 34%之间。公司的递延收入结余为 17.8 亿美元，环比增长 33.1%，与 FY25Q1 营收增长预期基本保持一致。

► **目标价 90.0 美元/70.4 港元，维持买入评级：**我们维持对于行业长期发展前景的看好，在“双减”后，优质的教育服务供给大幅减少，政策边际向好的背景下，虽然公司仍受到与辉同行出表等相关事件的影响而出现短期波动，但公司核心的教育业务的仍保持稳健增长，长期逻辑没有改变。公司目前在手现金/短期投资/定期存款总计 49.4 亿美元，资金实力雄厚，我们以 DCF 测算，wacc12%，永续增长 2%，调整公司目标价为 90.0 美元/70.4 港元，维持买入评级。

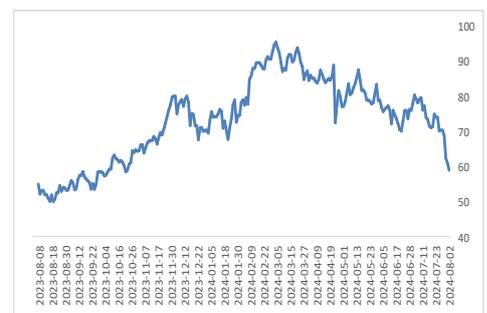
李卓群
+852-25321539
Grayson.li@firstshanghai.com.hk
但玉翠
+852-25321539
Tracy.dan@firstshanghai.com.hk
主要资料

行业	教育
股价	59.9 美元/47.4 港元
目标价	90.0 美元/70.4 港元 (+50.4%/+48.5%)
股票代码	EDU US/09901.HK
已发行股本	1.66 亿股/16.6 亿股
总市值	99.2 亿美元
52 周高/低	98.2/49.9 美元
每股净资产	22.8 美元
主要股东	俞敏洪 (12.3%)

表：盈利摘要

截止5月31日财政年度		2023年实际	2024年实际	2025年预测	2026年预测	2027年预测
收入 (百万美元)		2,998	4,314	5,017	5,843	6,704
	变动 (%)	-3.5%	43.9%	16.3%	16.5%	14.7%
经营利润 (百万美元)		190	350	411	547	711
	变动 (%)	-119.3%	84.4%	17.4%	33.0%	29.9%
股东净利润 (百万美元)		170	310	415	540	684
	变动 (%)	-114.3%	81.9%	34.1%	30.2%	26.6%
Non-GAAP 股东净利润 (百万美元)		259	381	548	706	875
	变动 (%)	n.a.	47.2%	43.8%	28.9%	23.8%
每股收益 (美元)		0.10	0.19	0.24	0.32	0.40
Non-GAAP EPS		0.16	0.23	0.32	0.42	0.52
市盈率@59.9\$ (倍)		58.2	32.0	24.5	18.8	14.9
Non-GAAP 市盈率@59.9\$ (倍)		38.3	26.0	18.5	14.4	11.6

资料来源:公司资料,第一上海预测

股价表现


资料来源:彭博

主要财务报表

损益表						财务分析					
<美元> <千>, 财务年度截至<5月31日>						<美元> <千>, 财务年度截至<5月31日>					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	
收入	2,997,760	4,313,586	5,017,455	5,843,168	6,704,157	盈利能力					
毛利	1,588,322	2,262,626	2,659,251	3,155,311	3,687,286	毛利率 (%)	53.0%	52.5%	53.0%	54.0%	55.0%
销售及分銷成本	(444,693)	(660,586)	(712,479)	(818,043)	(938,582)	Non-GAAP经营利润率 (%)	9.3%	11.0%	11.0%	12.2%	13.4%
行政開支	(953,583)	(1,251,615)	(1,535,320)	(1,789,873)	(2,037,653)	EBITDA 利率 (%)	8.4%	9.8%	9.9%	11.1%	12.3%
经营溢利	190,046	350,425	411,452	547,394	711,052	净利率 (%)	5.7%	7.2%	8.3%	9.2%	10.2%
Non-GAAP经营利润	279,834	472,883	553,892	713,275	901,375	Non-GAAP净利润率	8.6%	8.8%	10.9%	12.1%	13.0%
利息净收入	119,345	124,391	142,821	158,870	179,151	营运表现					
长期股权投资相关	(15,064)	(39,908)	9,436	19,025	19,025	SG&A/收入 (%)	46.6%	44.3%	44.8%	44.6%	44.4%
所得税	(66,066)	(109,690)	(141,230)	(178,234)	(219,910)	实际税率 (%)	22.4%	25.2%	25.1%	24.6%	24.2%
股东净利润	170,239	309,591	415,034	540,354	684,292	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Non-GAAP股东净利润	258,909	381,123	547,885	706,236	874,616	财务状况					
折旧及摊销	61,417	73,700	85,726	99,834	114,544	资产负债比率	40.3%	46.2%	45.4%	44.5%	43.1%
EBITDA	251,463	424,125	497,178	647,228	825,596	流动比率	2.0	1.8	1.9	1.9	2.0
Non-GAAP EBITDA	380,366	546,583	639,618	813,109	1,015,920	ROA	3.6%	4.3%	5.0%	5.7%	6.3%
增长						ROE	4.7%	8.2%	9.6%	10.7%	11.6%
总收入 (%)	-3.5%	43.9%	16.3%	16.5%	14.7%						
EBITDA (%)	-129.3%	68.7%	17.2%	30.2%	27.6%						
净利润 (%)	-114.3%	81.9%	34.1%	30.2%	26.6%						

资产负债表						现金流量表					
<美元> <千>, 财务年度截至<5月31日>						<美元> <千>, 财务年度截至<5月31日>					
	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	
现金及等价物	2,629,658	2,886,937	3,740,435	4,816,588	6,103,024	税前盈利					
短期投资	1,477,843	2,065,579	2,065,579	2,065,579	2,065,579	235,363	325,218	422,479	547,055	689,317	
预付款项及其他流动资产						折旧及摊销	61,417	73,700	85,726	99,834	114,544
总流动资产	4,113,887	5,388,878	6,242,376	7,318,529	8,604,965	营运资金变化	505,982	542,815	350,138	407,089	429,441
物业及设备	359,760	507,981	569,541	613,413	636,059	其他	168,246	180,910	145,154	172,175	203,133
长期投资	399,585	355,812	355,812	355,812	355,812	营运现金流	971,008	1,122,643	1,003,498	1,226,153	1,436,436
资产使用权	439,535	653,905	653,905	653,905	653,905	资本开支	(143,045)	(30,770)	(150,000)	(150,000)	(150,000)
固定资产	1,978,571	2,142,795	2,215,264	2,271,681	2,308,755	其他投资活动	105,634	(1,123,152)	0	0	0
总资产	6,392,458	7,531,673	8,457,640	9,590,211	#####	投资活动现金流	(37,411)	(1,153,922)	(150,000)	(150,000)	(150,000)
应计费用及其他流动资产						融资活动现金流	(230,858)	(160,438)	0	0	0
递延收益	569,437	774,805	813,545	854,223	896,934	现金变化	610,900	(216,323)	853,498	1,076,153	1,286,436
总短期负债	2,250,978	3,000,855	3,358,021	3,772,998	4,211,277	期初持有现金	1,194,527	1,805,427	1,589,104	2,442,602	3,518,755
经营租赁负债	288,190	447,994	447,994	447,994	447,994	期末持有现金	1,805,427	1,589,104	2,442,602	3,518,755	4,805,191
总负债	2,577,670	3,482,659	3,843,707	4,263,341	4,707,210						
股东权益	3,604,348	3,775,934	4,333,408	5,039,644	5,914,259						
非控股权益	210,440	273,080	280,525	287,226	292,251						

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。