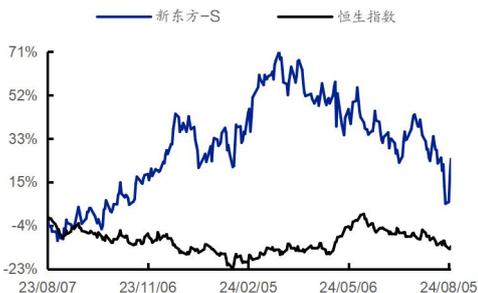


研究所:  
 证券分析师: 姚蕾 S0350521080006  
 yaol02@ghzq.com.cn  
 证券分析师: 谭瑞娇 S0350521120004  
 tanrq@ghzq.com.cn

## 网点扩张业绩阶段承压, 收入有望高增

### ——新东方-S (09901) 公司动态研究

#### 最近一年走势



#### 相对恒生指数表现 2024/08/07

表现	1M	3M	12M
新东方-S	-13.5%	-12.5%	24.6%
恒生指数	-5.2%	-8.7%	-13.6%

#### 市场数据 2024/08/07

当前价格(港元)	55.80
52周价格区间(港元)	38.85-77.05
总市值(百万港元)	92,355.94
流通市值(百万港元)	92,355.94
总股本(万股)	165,512.43
流通股本(万股)	165,512.43
日均成交额(百万港元)	1,023.94
近一月换手(%)	4.09

#### 相关报告

《新东方-S (9901.HK) FY2024Q2 业绩点评: 新老业务共同驱动, 营收净利超预期增长(买入)\* 教育\*姚蕾, 谭瑞娇》——2024-01-29

#### 事件:

①公司 2024 年 7 月 31 日公告 FY2024Q4 业绩, FY2024Q4 实现营业收入 11.37 亿美元, yoy+32%, Non-GAAP 归母净利润 3693 万美元, yoy-40.5%。

②公司 8 月 6 日公告, 将 7 月股份回购计划中的回购总值由 4 亿美元增至 7 亿美元, 截至 2024 年 8 月 6 日, 已回购 3.3 亿美元。

#### 投资要点:

■ **FY2024Q4 营收符合预期, 东方甄选业务增长及网点扩张成本增加致利润不及预期**

(1) 收入端, 公司 FY2024Q4 实现营业收入 11.37 亿美元, yoy+32%, 公告前彭博一致预期 11.36 亿美元, 符合预期。分业务来看, 出国考试准备和出国咨询业务 yoy+18%/+17%; 成人及大学生国内考试业务 yoy+16%; 教育新业务 yoy+50%, 维持高增速。

(2) 毛利端, 公司 FY2024Q4 毛利润 5.94 亿美元, yoy+27%, 毛利率 52%, 同比-2pct, 环比+6pct。

(3) 费用端, 公司 FY2024Q4 销售费用 2.08 亿美元, yoy+41%, 销售费用率 18%, 同比+1pct, 环比+5pct; 管理费用 3.76 亿美元, yoy+37%, 管理费用率 33%, 同比+1pct, 环比+9pct。

(4) 利润端, 公司 FY2024Q4 经营利润 1053 万美元, yoy-78.1%, 经营利润率 0.93% (公告前彭博一致预期 6.07%), Non-GAAP 经营利润 3632 万美元, yoy-53.8%, Non-GAAP 经营利润率 3.2%, 不及预期主要由于①东方甄选相关业务增长带来成本费用增加; ②线下教学网点扩张引起成本及费用增加。FY2024Q4 归母净利润 2697 万美元, yoy-6.9%, Non-GAAP 归母净利润 3693 万美元, yoy-40.5%。

(5) 资产负债端, 截至 FY2024 期末, 公司现金及现金等价物 13.89 亿美元, 定期存款(流动) 13.2 亿美元, 短期投资 20.66 亿美

元。

(6) 公司预计 FY2025Q1 营收(不含东方甄选自营品及直播电商业  
务) 12.55~12.84 亿美元, yoy+31%~+34%。公司网点扩张节  
奏加快, 传统业务持续修复、新业务快速发展, FY2025Q1 有  
望维持较高增速。

■ **FY2024 全年收入恢复至双减前水平, 全年业绩表现优秀**

(1) 收入端, 公司 FY2024 实现营业收入 43.14 亿美元, yoy+44%,  
较 FY2021 (双减前) yoy+1%, 已恢复至双减前水平。

(2) 毛利端, 公司 FY2024 毛利润 22.63 亿美元, yoy+42%, 毛利  
率 52%, 同比-1pct, 主要由于网点扩张引起成本增加。

(3) 费用端, 公司 FY2024 销售费用 6.61 亿美元, yoy+49%, 销  
售费用率 15%, 同比持平; 管理费用 12.52 亿美元, yoy+31%,  
管理费用率 29%, 同比-3pct。

(4) FY2024 全年经营利润 3.5 亿美元, yoy+84.4%, Non-GAAP  
经营利润 4.73 亿美元, yoy+69%, Non-GAAP 经营利润率 11%,  
同比+2pct, 主要来自管理费用率下降。FY2024 全年归母净利  
润 3.1 亿美元, yoy+75%, Non-GAAP 归母净利润 3.8 亿美元,  
yoy+47%, Non-GAAP 归母净利率 8.8%, 同比+0.2pct。

■ **网点环比增幅超双减前峰值, 未来收入扩张确定性增强, 董宇辉离  
任事件下东方甄选收入利润或阶段性承压**

(1) **网点快速扩张, 教育业务收入有望高增。**截至 FY2024Q4 期  
末, 公司共有学校及学习中心 1025 间(其中学校 81 间, 教学  
中心 944 间) 环比+114 间, 同比+277 间, 恢复到双减前峰值  
(FY2021Q4) 的 61%左右。FY2024Q4 非学科业务报名人数  
达 87.5 万, yoy+39%。智能学习系统及设备在 60 个城市中采  
用, 活跃付费用户达 18.8 万, yoy+2.73%。

(2) **董宇辉离任事件影响下, 预计东方甄选 FY2025 财年收入及  
利润表现承压。**我们测算子公司东方甄选 FY2024 实现营收  
10.41 亿美元, 考虑 8 月起与辉同行出表影响, 预计东方甄选  
FY2025-2027 收入增速将放缓。

■ **盈利预测和投资评级:** 公司教育业务增长强劲, 教学网点新开速度  
快, 考虑到公司在教培行业积累的品牌声誉、运营经验、充裕的在  
手资金, 我们看好产能扩张逻辑下教育业务收入增长, 预计 FY2025  
年教育业务收入为 41.34 亿美元, yoy+30%, 教育业务 Non-GAAP  
经营利润 8.43 亿美元, Non-GAAP 经营利润率 20%。综合考虑东方  
甄选的影响, 我们预计公司 FY2025-2027 实现收入 52.99/64.86/

75.6 亿美元, 归母净利润 4.79/6.72/8.72 亿美元, 对应 PE 25/18/14x, Non-GAAP 归母净利润 5.61/7.72/9.71 亿美元, 对应 Non-GAAP PE 21/15/12x, 维持“买入”评级。

- **风险提示:** 新业务发展不及预期、汇率波动风险、产能扩张导致成本增加、业务季节性波动、经营管理风险、核心人员流失、舆论风险、监管政策、平台政策变化、公共卫生事件、品牌声誉风险、估值中枢下移、管理层相关风险、地缘政治及国际关系因素影响留学业务等。

预测指标	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入 (百万美元)	4313.59	5299.19	6486.31	7560.29
增长率(%)	43.89	22.85	22.40	16.56
归母净利润 (百万美元)	309.59	478.53	672.11	872.32
增长率(%)	74.57	54.57	40.45	29.79
摊薄每股收益 (美元)	0.19	0.29	0.41	0.53
ROE(%)	8.20	11.68	14.64	16.54
P/E	42.77	24.75	17.62	13.58
P/B	3.56	2.89	2.58	2.25
P/S	3.12	2.24	1.83	1.57
EV/EBITDA	27.76	15.84	10.31	7.69

注: 1 港元=0.13 美元 (8 月 7 日汇率)

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：新东方-S 盈利预测表

证券代码:	09901		股价:	55.80	投资评级:	买入	日期:	2024/08/07	
财务指标	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E	每股指标与估值	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	8%	12%	15%	17%	EPS	0.19	0.29	0.41	0.53
毛利率	52%	55%	57%	58%	BVPS	2.28	2.47	2.77	3.19
期间费率	44%	47%	46%	45%	<b>估值</b>				
销售净利率	7%	9%	10%	12%	P/E	42.8	24.8	17.6	13.6
<b>成长能力</b>					P/B	3.6	2.9	2.6	2.2
收入增长率	44%	23%	22%	17%	P/S	3.1	2.2	1.8	1.6
利润增长率	75%	55%	40%	30%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>FY2024A</b>	<b>FY2025E</b>	<b>FY2026E</b>	<b>FY2027E</b>
总资产周转率	0.62	0.66	0.71	0.73	<b>营业收入</b>	<b>4314</b>	<b>5299</b>	<b>6486</b>	<b>7560</b>
应收账款周转率	137.46	166.79	176.51	180.57	营业成本	2051	2363	2789	3175
存货周转率	28.19	23.12	22.22	20.68	营业税金及附加				
<b>偿债能力</b>					销售费用	661	689	778	885
资产负债率	46%	48%	49%	49%	管理费用	1252	1776	2195	2506
流动比	1.80	1.68	1.60	1.59	财务费用	-	-27	-33	-48
速动比	1.71	1.59	1.51	1.50	其他费用 / (-收入)	0	0	0	0
					<b>营业利润</b>	<b>350</b>	<b>471</b>	<b>724</b>	<b>995</b>
					营业外净收支				
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>FY2024A</b>	<b>FY2025E</b>	<b>FY2026E</b>	<b>FY2027E</b>	<b>利润总额</b>	<b>435</b>	<b>657</b>	<b>919</b>	<b>1194</b>
现金及现金等价物	1389	1373	2421	2843	所得税费用	110	143	202	263
应收款项	30	34	40	44	<b>净利润</b>	<b>325</b>	<b>513</b>	<b>717</b>	<b>931</b>
存货净额	93	112	139	168	少数股东损益	16	35	45	59
其他流动资产	3877	4469	4299	4817	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>310</b>	<b>479</b>	<b>672</b>	<b>872</b>
<b>流动资产合计</b>	<b>5389</b>	<b>5987</b>	<b>6899</b>	<b>7872</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>FY2024A</b>	<b>FY2025E</b>	<b>FY2026E</b>	<b>FY2027E</b>
固定资产	508	731	969	1243	<b>经营活动现金流</b>	<b>1123</b>	<b>841</b>	<b>1153</b>	<b>1293</b>
在建工程					净利润	310	479	672	872
无形资产及其他	777	878	1001	1135	少数股东权益	16	35	45	59
长期股权投资	0	0	0	0	折旧摊销	-	33	29	26
<b>资产总计</b>	<b>7532</b>	<b>8454</b>	<b>9727</b>	<b>11107</b>	公允价值变动	797	-159	-162	-151
短期借款	0	0	0	0	营运资金变动	-	454	569	486
应付款项	106	125	151	176	<b>投资活动现金流</b>	<b>-1154</b>	<b>-698</b>	<b>72</b>	<b>-683</b>
预收帐款					资本支出	-	-357	-390	-434
其他流动负债	2895	3444	4151	4763	长期投资	-	-500	300	-400
<b>流动负债合计</b>	<b>3001</b>	<b>3569</b>	<b>4302</b>	<b>4939</b>	其他	-1154	159	162	151
长期借款及应付债券	14	14	14	14	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-160</b>	<b>-135</b>	<b>-153</b>	<b>-164</b>
其他长期负债	467	467	467	467	债务融资	0	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>482</b>	<b>482</b>	<b>482</b>	<b>482</b>	权益融资	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>3483</b>	<b>4051</b>	<b>4784</b>	<b>5421</b>	其它	-160	-135	-153	-164
股东权益	4049	4403	4943	5686	<b>现金净增加额</b>	<b>-216</b>	<b>-16</b>	<b>1048</b>	<b>422</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7532</b>	<b>8454</b>	<b>9727</b>	<b>11107</b>					

注：表中股价单位为港元，其他数据货币单位均为美元，1港元=0.13美元（8月7日汇率）。

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【传媒小组介绍】

姚蕾，传媒教育行业首席分析师，同济大学本科，香港大学硕士，从业7年，曾获新财富、水晶球、保险资产管理业最佳分析师。主要研究方向为游戏、视频、营销、潮玩、出版、教育、体育等赛道。

谭瑞峤，传媒教育行业分析师，厦门大学本科，中央财经大学、哥伦比亚大学硕士，从业3年，主要研究方向为游戏、教育、出版、直播电商等赛道。

方博云，传媒教育行业分析师，西南财经大学本科，上海财经大学硕士，从业4年，主要研究方向为影视、潮玩、营销、泛娱乐等赛道。

## 【分析师承诺】

姚蕾，谭瑞峤，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。