

2024年08月22日

新东方 (EDU.N)

——持续关注教育业务主线，等待利润率修复

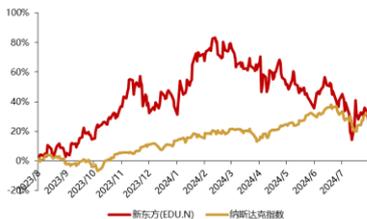
增持 (首次覆盖)

证券分析师

朱芸
S1350524070001
zhuyun@huayuanstock.com

联系人

市场表现:



股票数据: 2024年8月22日

收盘价(美元)	68.38
一年内最高/最低(美元)	98.2/52.3
总市值(百万美元)	11300
市净率 PB	3.0

基础数据: 2024年5月31日

总股本(百万股)	165
总资产(百万美元)	7532
净资产(百万美元)	4049
每股净资产(美元)	2.28

资料来源:公司公告, ifind

投资要点:

- **事件:** 2024 财年, 新东方凭借在教育行业中的龙头地位和品牌心智, 增长动力持续在第四季度保持增速, FY24Q4 营收达 11.4 亿美元, 同比增长 32.1%。全年收入达 43.1 亿美元, 同比增长 43.9%。
- **教育业务需求旺盛, 新开门店和强需求保障增长持续性。** 教育业务在 2024 财年第四季度继续表现出强劲的增长势头, 成人及大学生考试准备业务营收同比增长 16.4%, 新教育业务营收同比增长 50.3%。新东方加快线下开店布局, 截至本季度末, 学校及学习中心的总数增加至 1025 间, 较上一季度增加门店 114 间, 同比增长 27%, 全年增加门店 277 间, 同比增长 37%。同时, 智能学习系统及设备亦在约 60 个城市中采用, 本财季活跃付费用户达 188, 000 名。
- **出国留学受供需关系驱动, 考培及咨询业务表现亮眼。** 新东方留学备考和出国咨询业务在 2024 财年 Q4 继续维持强劲的增长势头, 分别同比增长 17.7% 和 17.3%。得益于留学业务在后疫情时代增长显著, 预计出国留学需求将有较大幅度反弹。同时, 随着家长对孩子教育质量的重视程度不断提高, 留学需求逐渐向低龄方向发展。
- **东方甄选人事变动, 电商业务利润承压。** 新东方在线在 2023 年 3 月改名为东方甄选, 公司业务由在线教育服务业务向直播电子商务转型, 目前已经作为新东方旗下重要的业务板块。2024 年 7 月 25 日东方甄选宣布董宇辉离职, “与辉同行” 以约 7659 万元人民币的价格出售给董宇辉。我们预计东方甄选对新东方收入的贡献逐渐减弱。
- **盈利预测与估值:** 我们预计新东方 2025-2026 财年营业收入分别为 53.4 亿美元、65.0 亿美元, Non-GAAP 归母净利润分别为 5.0 亿美元、6.4 亿美元, 对应 2025-2026 年 PE 分别为 22X、18X。我们选取卓越教育集团、思考乐教育和学大教育作为可比公司, 2025-2026 年平均 PE 分别为 15X、11X。考虑到新东方双减后多线并行, 新教育业务进入新的增长周期, 与辉同行剥离的负面影响基本在 25Q1 消化完毕, 我们对公司后续发展保持乐观预期。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 素质教育业务需求不及预期; 素质教育行业竞争加剧。

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	2997.76	4313.59	5342.98	6503.96	7419.61
同比增长率(%)	-3.46%	43.89%	23.86%	21.73%	14.08%
Non-GAAP 归母净利润(百万美元)	258.91	381.12	502.91	636.98	734.26
同比增长率(%)	124.75%	47.20%	31.96%	26.66%	15.27%
毛利率(%)	52.98%	52.45%	53.00%	53.50%	53.80%
每股收益(美元/股)	0.11	0.19	3.04	3.85	4.44
ROE(%)	7.18%	10.09%	12.11%	13.67%	11.79%
市盈率(P/E)	34.90	42.42	22.48	17.75	15.40

损益表					资产负债表				
单位: 美元(百万)					单位: 美元(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,314	5,343	6,504	7,420	货币资金	1,389	1,068	1,340	1,793
增长率	43.9%	23.9%	21.7%	14.1%	应收款项	344	419	510	580
营业成本	2,051	2,511	3,024	3,428	存货	93	105	118	124
%销售收入	47.5%	47.0%	46.5%	46.2%	其他流动资产	3,563	3,873	4,100	4,258
毛利	2,263	2,832	3,480	3,992	流动资产	5,389	5,465	6,067	6,755
%销售收入	52.5%	53.0%	53.5%	53.8%	权益性投资	0	200	191	183
其他收入	0	0	0	0	固定资产	508	563	609	646
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	777	827	877	927
销售费用	661	801	976	1,113	非流动资产	2,143	2,637	2,730	2,819
%销售收入	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%	资产总计	7,532	8,101	8,798	9,574
管理费用	1,252	1,603	1,919	2,189	应付款项	106	87	110	120
%销售收入	29.0%	30.0%	29.5%	29.5%	短期借款	0	0	0	0
研发费用	0	0	0	0	其他流动负债	2,895	3,093	3,244	3,399
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	流动负债	3,001	3,180	3,354	3,520
财务费用	0	-90	-76	-87	长期债务	14	14	14	14
%销售收入	0.0%	-1.7%	-1.2%	-1.2%	其他长期负债	467	467	467	467
息税前利润 (EBIT)	435	430	607	707	非流动负债	482	482	482	482
%销售收入	10.1%	8.0%	9.3%	9.5%	负债总计	3,483	3,661	3,835	4,001
投资收益	-59	-51	-44	-57	归属母公司股东权益	3,776	4,155	4,660	5,255
%税前利润	-13.6%	-9.9%	-6.4%	-7.2%	少数股东权益	273	286	302	318
除税前利润	435	520	683	794	负债股东权益合计	7,532	8,101	8,798	9,574
利润率	10.1%	9.7%	10.5%	10.7%					
所得税	110	104	137	159					
所得税率	25.2%	20.0%	20.0%	20.0%					
净利润(含少数股东损益)	325	416	547	635					
少数股东损益	16	12	16	16					
Non-gaap 归母净利润	381	503	637	734					
增长率	47.2%	32.0%	26.7%	15.3%					
净利率	8.8%	9.4%	9.8%	9.9%					
现金流量表					单位: 美元(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	310	403	530	620					
少数股东损益	16	12	16	16					
营运资金变动	530	82	43	82					
其他变动	267	63	54	67					
经营活动现金流量净额	1,123	561	643	784					
资本开支	0	-170	-170	-170					
投资	0	-689	-197	-152					
其他	-1,154	2	21	17					
投资活动现金流量净额	-1,154	-857	-346	-305					
股权募资	0	0	0	0					
债权募资	0	0	0	0					
其他	-160	-1	-1	-2					
筹资活动现金流量净额	-160	-1	-1	-2					
现金净变动	-216	-321	272	453					

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 liruixue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziquiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 ： 纳斯达克指数