

教育	收盘价 港元 63.90	目标价 港元 80.00	潜在涨幅 +25.2%
----	-----------------	-----------------	----------------

2024年10月3日

新东方教育科技 (9901 HK)

教育业务仍稳健，利润率优化应可持续

我们认为新东方仍维持其国际教育的领先地位，教育业务稳健扩张持续。2025财年扩张进度虽可能慢于2024财年，但也将持续带来利润率优化。我们预计2024-27财年教育业务收入复合增长率24%，仍保持稳健增长趋势。对应截至2026年2月底12个月利润，给予教育业务20倍市盈率，不考虑东方甄选价值贡献，维持目标价80港元/103美元，维持买入评级。

⊕ **2025财年1季度业绩预览：**我们维持此前收入增速预期，预计总收入增33%至14.6亿美元，其中，非东方甄选业务总收入预计12.47亿美元，同比增33%，在公司指引的31-34%区间内，对比Visible Alpha的31%/彭博的30.9%。分业务来看，预计出国留学备考收入同比+21%/高中+27%/大学生成人+26%/新业务+52%，对比Visible Alpha预期的出国留学备考+19%/新业务+58%。我们估算调整后运营利润3.2亿美元，净利润2.6亿美元，对应调整后运营利润率21.9%，净利润率17.7%，主要受到非东方甄选业务调整后运营利润率同比优化约2个百分点拉动。

⊕ **线下教学点扩张进度更新：1季度或环比增6%。**根据我们的统计，截至8月31日，新东方教学点环比新增60+，其中，素养+39/考培+17/国际+6，素养校区继续加速增长。一线/新一线城市增加44个，仍为主要扩张区域。按目前2025财年20%+的扩张指引，预计后续教学点扩张节奏或较2024财年有所放缓。

盈利预测变动

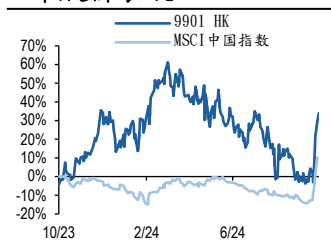
百万美元	1QFY25E			2QFY25E			FY25E			FY26E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	1,463	1,463	0.0%	1,138	1,160	-1.9%	5,384	5,462	-1.4%	6,570	6,495	1.2%
留学咨询/备考	329	333	-1.3%	220	225	-1.9%	1,197	1,219	-1.8%	1,392	1,418	-1.9%
高中	406	406	0.0%	212	230	-7.7%	1,326	1,373	-3.4%	1,584	1,601	-1.1%
新业务	351	346	1.2%	317	313	1.0%	1,335	1,338	-0.2%	1,798	1,674	7.4%
其他	377	377	0.0%	389	392	-0.7%	1,526	1,532	-0.3%	1,795	1,802	-0.3%
毛利	854	818	4.5%	509	481	5.9%	2,769	2,703	2.4%	3,460	3,369	2.7%
毛利率	58%	56%	2.5ppts	45%	41%	3.3ppts	51%	49%	1.9ppts	53%	52%	0.8ppt
调整经营利润	320	273	17.2%	44	53	-17.2%	611	615	-0.8%	899	881	2.0%
调整经营利润率	22%	19%	3.2ppts	4%	5%	-0.7ppt	11%	11%	0.1ppt	14%	14%	0.1ppt
经调整净利润	259	256	1.2%	54	67	-19.2%	548	603	-9.1%	801	821	-2.4%
调整后净利润率	18%	17%	0.2ppt	5%	6%	-1ppt	10%	11%	-0.9ppt	12%	13%	-0.4ppt

资料来源：FactSet，公司资料，交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于Non-GAAP基础

个股评级

买入

1年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位(港元)	76.80
52周低位(港元)	45.40
市值(百万港元)	104,495.03
日均成交量(百万)	12.33
年初至今变化(%)	15.66
200天平均价(港元)	59.37

资料来源：FactSet

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

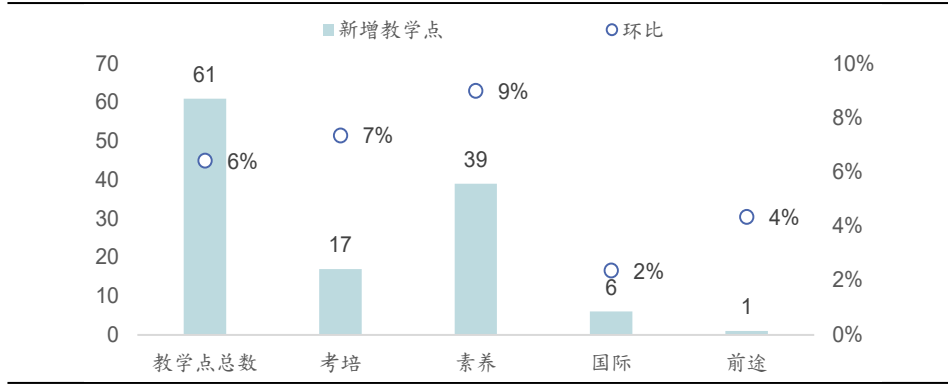
赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

图表 1: 2025 财年 1 季度 (截至 8 月), 新东方教学新增数量 (仅作为增量参考)



资料来源: 大众点评, 交银国际 *2024 年 8 月 31 日

2024年10月3日

新东方教育科技(9901 HK)

图表 2: 损益表预测

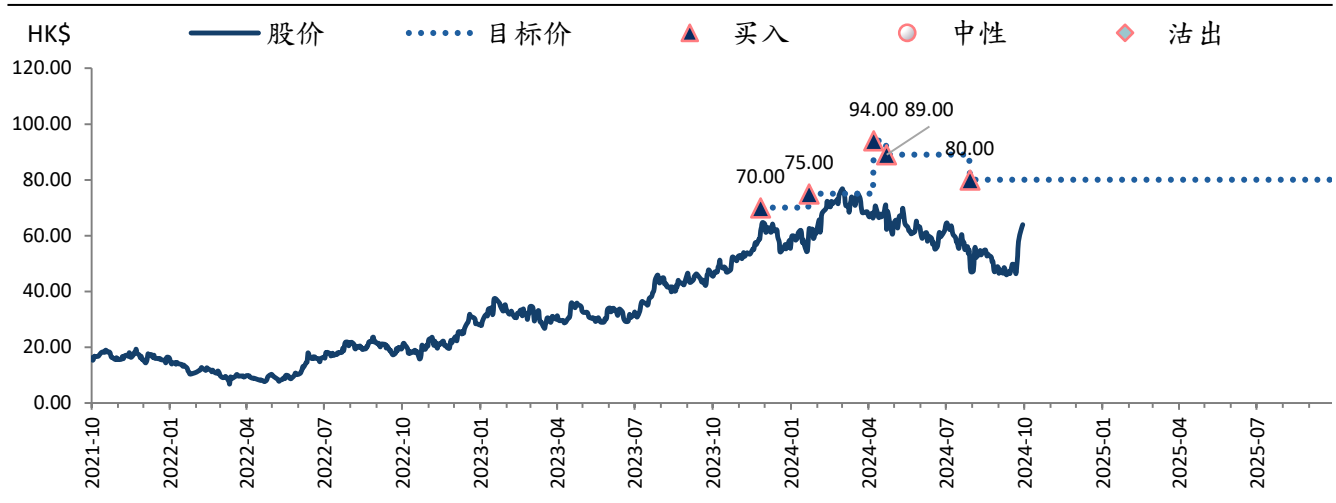
(百万美元) 年结5月31日	1QFY24	4QFY24	1QFY25E 新预测	1QFY25E 原预测	差异(%)	环比(%)	同比(%)	1QFY25E	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
净营收	1,100	1,137	1,463	1,463	0	29	33	1,138	4,314	5,384	6,570	7,646
<i>市场预期</i>			<u>1,440</u>					<u>1,048</u>		<u>5,251</u>	<u>6,384</u>	<u>7,604</u>
留学咨询	118	172	141	142	-1	-18	19	106	439	505	574	652
留学备考	153	111	188	192	-2	69	23	114	565	691	818	961
大学生/成人考试	51	30	64	64	0	114	26	69	159	201	240	286
高中	319	296	406	406	0	37	27	212	1,066	1,326	1,584	1,806
新业务	231	233	351	346	1	51	52	317	891	1,335	1,798	2,203
文旅	11	10	50	50	0	395	350	42	53	182	227	284
东方甄选	160	225	216	216	0	-4	35	208	900	836	961	1,098
其他	57	60	47	47	0	-21	-16	70	240	309	367	358
营收成本	(441)	(542)	(608)	(645)	-6	12	38	(629)	(2,051)	(2,616)	(3,110)	(3,473)
毛利	659	594	854	818	4	44	30	509	2,263	2,769	3,460	4,173
销售及营销开支	(136)	(208)	(206)	(223)	-7	-1	52	(199)	(661)	(867)	(1,000)	(1,108)
占收比(%)	12	18	15	14					15	16	15	14
一般及行政开支	(318)	(376)	(375)	(349)	7	0	18	(295)	(1,252)	(1,439)	(1,732)	(2,068)
占收比(%)	29	33	24	25					29	27	26	27
经营利润	205	11	274	246	11	2,499	33	15	350	462	728	997
调整后经营利润	245	36	320	273	17	782	31	44	473	611	899	1,196
<i>市场预期</i>			<u>297</u>							<u>588</u>	<u>810</u>	<u>1,052</u>
其他收入/(支出)	42	46	30	36	-16	-35	-29	30	143	120	120	120
税费	(63)	(6)	(70)	(65)	8	1,162	12	(10)	(110)	(134)	(187)	(246)
归母净利润(亏损)	165	27	235	232	1	773	42	36	310	461	696	921
调整后归母净利润(亏损)	189	37	259	256	1	601	37	54	381	548	801	1,043
<i>市场预期</i>			<u>258</u>					<u>67</u>		<u>556</u>	<u>741</u>	<u>946</u>
调整后经营利润率(%)	22.3	3.2	21.9	18.7				3.9	11.0	11.3	13.7	15.6
调整后净利率(%)	17.2	3.2	17.7	17.5				4.7	8.8	10.2	12.2	13.6
每股盈利(ADS, 调整后, 美元)	0.11	0.02	0.15	0.15	1	601	36	0.03	0.23	0.33	0.48	0.62
每股盈利(调整后, 美元)	1.14	0.22	1.55	1.53	1	601	36	0.32	2.28	3.28	4.79	6.24
<i>市场预期</i>			<u>1.44</u>					<u>0.31</u>		<u>3.23</u>	<u>5.86</u>	<u>7.52</u>

资料来源: 公司资料, 彭博, 交银国际预测

2024 年 10 月 3 日

新东方教育科技 (9901 HK)

图表 3: 新东方教育科技 (9901 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

2024 年 10 月 3 日

新东方教育科技 (9901 HK)

图表 4: 交银国际互联网与教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	115.13	119.00	3.4%	2024 年 08 月 23 日	广告
BILI US	哔哩哔哩	买入	29.66	19.00	-35.9%	2024 年 08 月 23 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	3.19	3.80	19.1%	2024 年 08 月 23 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	59.95	54.00	-9.9%	2024 年 08 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	13.73	14.00	2.0%	2024 年 08 月 14 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	140.00	120.00	-14.3%	2024 年 06 月 04 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	7.78	5.90	-24.2%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	36.35	33.00	-9.2%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	34.95	29.00	-17.0%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	152.71	194.00	27.0%	2024 年 08 月 26 日	电商
JD US	京东	买入	44.80	41.00	-8.5%	2024 年 08 月 16 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	115.25	111.00	-3.7%	2024 年 04 月 11 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	28.90	8.50	-70.6%	2024 年 08 月 26 日	电商
GOTU US	高途	买入	4.03	6.50	61.3%	2024 年 08 月 28 日	教育
DAO US	有道	买入	5.95	4.50	-24.4%	2024 年 08 月 23 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	11.80	13.80	16.9%	2024 年 08 月 02 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	63.90	80.00	25.2%	2024 年 08 月 01 日	教育
777 HK	网龙网络	买入	11.94	14.00	17.3%	2024 年 08 月 30 日	游戏
NTES US	网易	买入	104.26	113.00	8.4%	2024 年 08 月 23 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	470.00	486.00	3.4%	2024 年 08 月 15 日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	30.90	30.00	-2.9%	2024 年 05 月 22 日	游戏
3690 HK	美团	买入	197.20	136.00	-31.0%	2024 年 08 月 29 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	24.40	24.00	-1.6%	2024 年 08 月 12 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	15.42	11.30	-26.7%	2024 年 08 月 16 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	12.60	13.50	7.1%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	2.28	1.50	-34.2%	2024 年 08 月 21 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	21.70	21.00	-3.2%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	15.12	13.00	-14.0%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	20.90	23.00	10.0%	2024 年 08 月 21 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	514.50	509.00	-1.1%	2024 年 05 月 21 日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 10 月 2 日

2024年10月3日

新东方教育科技(9901 HK)



财务数据

损益表(百万元美元)					
年结5月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	2,998	4,314	5,384	6,570	7,646
主营业务成本	(1,409)	(2,051)	(2,616)	(3,110)	(3,473)
毛利	1,588	2,263	2,769	3,460	4,173
销售及管理费用	(445)	(661)	(867)	(1,000)	(1,108)
研发费用	(954)	(1,252)	(1,439)	(1,732)	(2,068)
其他经营净收入/费用	0	0	0	0	0
经营利润	190	350	462	728	997
Non-GAAP标准下的经营利润	280	473	611	899	1,196
财务成本净额	85	123	153	187	218
其他非经营净收入/费用	33	20	(33)	(67)	120
税前利润	309	494	582	848	1,335
税费	(66)	(110)	(134)	(187)	(246)
非控股权益	(65)	0	0	0	0
净利润	177	384	448	661	1,089
作每股收益计算的净利润	177	384	448	661	1,089
Non-GAAP标准的净利润	259	381	548	801	1,043

资产负债表(百万元美元)					
截至5月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1,805	1,589	2,458	3,754	4,933
有价证券	1,478	2,066	2,169	2,277	2,391
应收账款及票据	33	30	52	60	71
存货	53	93	85	93	106
其他流动资产	1,045	1,612	1,932	2,210	2,228
总流动资产	4,414	5,389	6,696	8,394	9,729
投资物业	400	356	374	392	412
物业、厂房及设备	360	508	809	1,007	1,151
无形资产	131	123	101	96	92
其他长期资产	1,089	1,156	1,018	1,051	1,083
总长期资产	1,979	2,143	2,300	2,546	2,737
总资产	6,392	7,532	8,996	10,940	12,467
应付账款	913	1,220	1,449	1,944	1,827
其他短期负债	1,338	1,781	2,223	2,712	3,156
总流动负债	2,251	3,001	3,672	4,656	4,983
长期贷款	0	0	0	0	0
长期应付账款	288	448	448	448	448
其他长期负债	39	34	39	44	49
总长期负债	327	482	487	492	497
总负债	2,578	3,483	4,158	5,148	5,480
股本	1,941	0	0	0	0
储备及其他资本项目	1,663	3,776	4,565	5,519	6,714
股东权益	3,604	3,776	4,565	5,519	6,714
非控股权益	210	273	273	273	273
总权益	3,815	4,049	4,838	5,792	6,987

资料来源:公司资料,交银国际预测

现金流量表(百万元美元)					
年结5月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	301	435	611	904	927
折旧及摊销	125	107	327	393	468
营运资本变动	538	519	600	757	355
税费	66	110	134	187	246
其他经营活动现金流	(59)	(47)	(119)	(202)	1,949
经营活动现金流	971	1,123	1,553	2,039	3,946
资本开支	(143)	(249)	(538)	(591)	(612)
投资活动	(690)	(121)	(127)	(133)	(140)
其他投资活动现金流	796	(783)	6	6	(745)
投资活动现金流	(37)	(1,154)	(660)	(718)	(1,497)
负债净变动	0	0	0	0	0
权益净变动	(181)	(76)	0	0	0
股息	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(66)	(85)	0	0	0
融资活动现金流	(247)	(160)	0	0	0
汇率收益/损失	(76)	(25)	(25)	(25)	(25)
年初现金	1,195	1,805	1,589	2,458	3,754
年末现金	1,805	1,589	2,458	3,754	4,933

财务比率					
年结5月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(美元)					
核心每股收益	0.106	0.232	0.271	0.400	0.659
全面摊薄每股收益	0.105	0.230	0.268	0.396	0.652
Non-GAAP标准下的每股收益	0.154	0.228	0.328	0.479	0.624
每股账面值	2.138	2.264	2.731	3.302	4.017
利润率分析(%)					
毛利率	53.0	52.5	51.4	52.7	54.6
EBITDA利润率	10.5	10.6	14.7	17.1	19.2
EBIT利润率	6.3	8.1	8.6	11.1	13.0
净利率	5.9	8.9	8.3	10.1	14.2
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	53.0	52.5	51.4	52.7	54.6
EBITDA利润率	13.5	13.4	17.4	19.7	21.8
经营利润率	9.3	11.0	11.3	13.7	15.6
净利率	8.6	8.8	10.2	12.2	13.6
盈利能力(%)					
ROA	4.2	5.5	6.6	8.0	8.9
ROE	6.8	9.7	12.3	15.1	16.3
ROIC	5.8	9.1	9.7	12.1	13.4
其他					
流动比率	2.0	1.8	1.8	1.8	2.0
存货周转天数	10.4	10.4	10.4	10.4	10.4
应收账款周转天数	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
应付账款周转天数	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标竿指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年10月3日

新东方教育科技(9901 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、乐能物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及北京第四范式智能技术股份有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。