

2024 年 10 月 07 日

新东方-S (09901)

——素养教培领跑，各项业务增长喜人

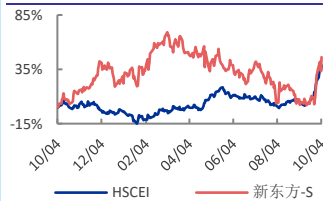
报告原因：强调原有的投资评级

买入（维持）

市场数据：2024 年 10 月 04 日

收盘价（港币）	65.65
恒生中国企业指数	8156.5
52 周最高/最低（港币）	77.05/45.20
H 股市值（亿港元）	1,117.36
流通 H 股（百万股）	1,701.99
汇率（人民币/港币）	1.1089

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

黄哲 A0230513030001
huangzhe@swsresearch.com

联系人

黄哲
(8621)23297818×
huangzhe@swsresearch.com

投资要点：

我们预计新东方 25 财年第一季度（1QFY25，2024.6-2024.8）收入 14.62 亿美元，同比增长 32.9%，Non-GAAP 归母净利润 2.77 亿美元，同比增长 46.4%。收入及利润高增受教育业务持续增长带动。

素养教培业务强势增长。我们预计受素养教培，出国留学考培及咨询，以及高中学科培业务高速增长带动，1Q 教育业务收入同比增长 33%至 12.42 亿美元。我们预计包含非学科素养教培的新业务收入同比增长 51.1%至 3.56 亿美元。教育业务的增长仍主要由非学科素养教培驱动。我们预计今年非学科素养教培培训人次将达到 382 万人次，同比提升 55%。培训人次对比公司双减前年均 1220 万人次的培训规模仍有很大的提升空间。高中学科培训，出国留学考培以及成人教培收入同比增长 18.6%至 7.57 亿元。其中留学业务收入同比增长 18.5%至 3.13 亿美元。收入增速较去年同期收窄约 29.2 个百分点。我们预计随着疫情期间积累的留学需求逐步释放，未来三年公司留学业务年复合增长率将回归至 20.1%的常态。

教学点扩张维持高增。由于培训人次高增，我们预计 1Q 新开教学网点 50 余个，总教学网点数将突破 1075 个，较去年同期增长约 35.6%，增速接近上季度的 37%，仍将保持教学网点的快速增长。作为培训人次的领先指标，我们认为教学点扩张提速代表需求的景气度仍处于上升通道。教学网点加速扩张将带动培训人次加速增长，带动收入增长提速。此外各省市陆续提出加快非学科培训网点审批，我们预计教培监管将逐步常态化。我们判断现阶段新教学点审批仍优先给予存量教培机构，因此全国布局的新东方将更具先发优势。

电商业务逐步淡出。我们预计 1Q 来自东方甄选营收贡献约 2.2 亿美元，收入占比分别为 15%，低于 4QFY24 的 19%约 4 个百分点。我们预计甄选接近盈亏平衡，主要为剥离与辉同行直播间产生的一次性费用。我们预计公司电商业务利润率将逐步企稳，25 财年贡献收入约 7.7 亿美元，归母 0.22 亿美元。对应收入占比约为 14.2%，利润占比约为 4.5%。

维持买入评级。由于行业仍处于景气周期，尽管公司教学网点快速扩张，受益于供给偏紧的供需格局，公司教育业务利润率维持扩张趋势。我们预计 Non-GAAP 经营利润率于 1QFY25 同比扩张 2 个百分点至 24.3%。教育业务 1QFY25 Non-GAAP 经营利润同比增长 44.9%至 3.02 亿美元。我们维持 25/26/27 财年 Non-GAAP 归母净利润预测 4.93 亿/6.72 亿/8.91 亿美元。维持 SOTP 估值下目标价 109.5 美元（85.6 港元，每一股 ADR 等于 10 股普通股，港股交易的是普通股），对应现价有 35.8%的涨幅（港股 30.4%的涨幅），维持买入评级。

风险提示：非学科培训监管政策加码；海外地缘政治因素导致境外留学签证受阻，业务恢复放缓。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,998	4,314	5,438	6,916	8,844
同比增长率（%）	-3.46	43.89	26.07	27.18	27.87
归母净利润（百万元）	259	381	493	672	891
同比增长率（%）	NA	47.20	29.40	36.27	32.60
每股收益（元/股）	1.56	2.30	2.98	4.06	5.38
净资产收益率（%）	6.17	6.38	7.57	10.53	14.22
市盈率	51.52	35.00	27.05	19.85	14.97
市净率	3.50	2.62	2.51	2.41	2.35

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本



申万宏源研究微信服务号

We expect New Oriental's revenue in 1QFY2025 (1QFY25, from June 2024 to August 2024) to be US\$1.462bn, a year-on-year increase of 32.9%. The non-GAAP net profit attributable to shareholders is expected to be US\$277m, a year-on-year increase of 46.4%. The high growth in revenue and profit is driven by the continuous growth of the education business.

The non-academic AST business shows strong growth. We anticipate that driven by the rapid growth of non-academic AST, overseas study test preparation and consulting, and high school subject training business, the revenue of the education business in the first quarter will increase by 33% year-on-year to US\$1.242bn. We expect that the revenue of new businesses including non-academic AST will increase by 51.1% year-on-year to US\$356m. The growth of the education business is still mainly driven by non-academic AST. We expect the number of enrollments in non-academic AST training will reach 3.82 million, a year-on-year increase of 55% in FY25. Compared with the company's annual enrollment of 12.2 million enrollments before the "double reduction", there is still significant room for improvement. The revenue from high school AST, overseas study test preparation, and adult education training increased by 18.6% year-on-year to US\$757m. Among them, the revenue from overseas study business increased by 18.5% year-on-year to US\$313m. The revenue growth rate narrowed by about 29.2 percentage points compared to the same period last year. We expect that as the accumulated overseas study demand during the epidemic is gradually released, the compound annual growth rate of the company's overseas study business in the next three years will return to the normal level of 20.1%.

The expansion of learning center remains fast. Due to the high increase in enrollments, we expect the company to open more than 50 new learning centers in 1QFY25. The total number of learning center will exceed 1,075, an increase of about 35.6% compared to the same period last year. The growth rate is close to the previous quarter at 37%, indicating the grown momentum remained. As a leading indicator of enrollments, we believe that the accelerated expansion of learning center indicates that the prosperity of demand. The accelerated expansion of learning center will drive the accelerated growth of enrollments and lead to an accelerated growth in revenue. In addition, various provinces and cities have successively proposed to accelerate the approval of non-academic AST institution. We expect that education and training supervision will be normalized. We expect that at the early stage, the approval of new learning center is still given priority to existing institutions. Therefore, New Oriental with a national layout will have more first-mover advantages.

The e-commerce business is marginal. We expect that the revenue contribution from East Buy in the first quarter will be about US\$220m, accounting for 15% of the revenue, which is about 4 percentage points lower than 19% in the 4QFY25. We expect that East Buy is close to break-even, mainly due to the one-time expenses generated by the spin-off of the live streaming business of Yuhui Tongxing. We expect that the profit margin of the company's e-commerce business will gradually stabilize and contribute US\$770m in revenue and US\$22m in net profit attributable to shareholders to New Oriental, with corresponding revenue share of 14.2%, and profit share of 4.5%.

Maintain buy rating. Since the industry is still in a prosperous cycle, despite the rapid expansion of the company's learning center, the company will still be benefited from tight supply, resulting a expansion in profit margin. We expect the non-GAAP operating profit margin in 1QFY25 to expand by 2 percentage points year-on-year to 24.3% for education business with non-GAAP operating profit of US\$302m, an increase of 44.9% year-on-year. We maintain the non-GAAP net profit attributable to shareholders forecast for fiscal years 2025/26/27 at US\$493m/US\$672m/US\$891m. Maintain the target price of US\$109.5 under the SOTP valuation (HK\$85.6. Each ADR is equal to 10 ordinary shares. The shares traded in Hong Kong are ordinary shares), corresponding to a 35.8% increase from the current price (a 30.4% increase for Hong Kong stocks). Maintain buy rating.

Risks: Severe supervision for non-academic AST; demand for overseas study got suppressed by overseas political tension.

利润表

(美元百万元)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
收入	2,998	4,314	5,438	6,916	8,844
营业成本	-1,409	-2,051	-2,384	-2,975	-3,777
毛利	1,588	2,263	3,054	3,941	5,067
销售营销费用	-445	661	-688	-886	-1,140
管理费用	-954	1,252	-1,815	-2,257	-2,903
EBITDA	313	420	608	861	1,093
EBIT	190	350	531	776	1,001
其他收入	118	143	6	2	73
税前利润	309	494	537	778	1,074
所得税	-66	-110	-134	-195	-269
本年利润	235	325	403	584	806
经调整本年利润 (Non-GAAP)	259	381	493	672	891

资料来源：公司公告，申万宏源研究

资产负债表

(美元百万元)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
现金及银行存款	1,663	2,389	3,190	4,387	6,011
贸易应收款	33	10	12	15	20
存货	53	56	59	63	67
短期投资	1,478	1,626	1,788	1,967	2,164
其他流动资产	1,187	1,187	1,187	1,187	1,187
长期投资	400	440	483	532	585
不动产、厂房和设备 (PP&E)	360	486	656	885	1,195
无形资产和其他资产	1,219	1,900	1,503	866	286
总资产	6,392	8,092	8,880	9,903	11,514
流动负债	2,251	2,948	3,510	4,307	5,340
贸易及其他应付款项	70	102	118	147	187
其他流动负债	2,181	2,846	3,392	4,159	5,153
长期负债	327	50	50	50	506
总负债	2,578	2,998	3,560	4,357	5,846
少数股东权益	210	229	229	230	231
股东权益	3,815	5,094	5,319	5,546	5,668
总负债和权益	6,392	8,092	8,879	9,903	11,514

资料来源：公司公告，申万宏源研究

现金流量表

(美元百万元)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
净利润	235	325	403	584	806
加：折旧和摊销	123	70	77	84	92
递延所得税 - 现金流	-32	-32	-32	-32	-32
基于股票的薪酬	90	122	110	108	98
坏账准备	1	1	1	1	1
营运资金变动	200	130	55	130	164
其他	354	329	509	668	870
经营活动产生的现金流	971	946	1,122	1,543	1,999
资本支出	-142	-109	-114	-119	-125
其他投资活动产生的现金流	104	-255	-207	-227	-250
投资活动产生的现金流	-37	-364	-320	-347	-375
股权融资	13	0	0	0	0
回购普通股	-192	0	0	0	0
负债净变动	0	1	2	2	3
股息和利息支付	0	0	0	0	0
其他融资活动产生的现金流	-68	-1	-2	-2	-3
融资活动产生的现金流	-247	0	0	0	0
汇率对现金的影响	-76	0	0	0	0
净现金流	611	583	802	1,197	1,624

资料来源：公司公告，申万宏源研究

关键绩效指标

	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
每股指标 (美元)					
每股收益	1.56	2.30	2.98	4.06	5.38
每股经营性现金流	5.87	5.72	6.78	9.33	12.08
每股派息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	23.05	30.78	32.14	33.51	34.25
经营指标 (%)					
投入资本回报率	22.51	18.20	15.02	13.22	11.62
净资产收益率	6.17	6.38	7.57	10.53	14.22
毛利率	52.98	52.45	56.16	56.98	57.29
EBITDA 率	10.43	9.74	11.18	12.44	12.36
EBIT 率	6.34	8.12	9.77	11.23	11.32
收入同比增速	-3.46	43.89	26.07	27.18	27.87
经调整归母净利润同比增速	NA	47.20	29.40	36.27	32.60
资产负债率	40.32	37.05	40.09	43.99	50.77
净资产周转率	0.79	0.97	1.04	1.27	1.58
总资产周转率	0.48	0.60	0.64	0.74	0.83
有效税率	21.41	25.00	25.00	25.00	25.00
股息率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	李昇	0755-82990609	lisheng5@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。