

## 教育业务保持较好增长、暑期利润率进一步提升

2024 年 10 月 25 日

**事件:** 10 月 23 日晚间, 公司发布 FY2025Q1 业绩。2024 年 6-8 月总收入 14.35 亿美元, yoy+30.5%, 归母净利润 2.45 亿美元, yoy+48.4%; Non-GAAP 经营利润 3.00 亿美元, yoy+22.6%, Non-GAAP 归母净利润 2.65 亿美元, yoy+39.8%。

➢ **Q1 非甄选业务收入同比增长 33.5%, 新业务保持快速增长。** 2024 年 6-8 月公司非甄选业务收入 12.78 亿美元, yoy+33.5%, 贴近指引上限 (yoy+31~34%), 符合我们的预期。分业务看, 出国考培/出国咨询/成人大学生/新业务/高中收入 yoy+18.8%/20.7%/30.4%/49.8%/20~21%, 文旅业务实现收入约 9000 万美金。新业务主要包括非学科课程 (占比 50%+)、智能学习系统 (占比约 33%)。Q1 公司非学科课程报名 48.4 万人次, yoy+11%, 表现增速较低主要系今年招生节奏提前、Q4 计入了更多的人次。Q1+Q4 结合来看, 非学科课程报名人数 yoy+27%, 两项核心新业务人次 yoy+39%。

➢ **预计 Q2 非甄选业务收入同增 25~28%, 符合我们的预期。** 公司预计 2024 年 9-11 月非甄选业务收入 8.514~8.718 亿美元, yoy+25~28%。剔除文旅来看, 纯教育业务季度间增速较为稳定 (我们测算 Q1 纯教育业务收入同增 25%左右), 与递延收入表现相匹配。分业务看, 公司预计新业务收入保持 45%左右增长, 出国业务同增 20%+, 成人大学生业务同增 30-35%, 高中业务同增 20%。总体在去年高基数的基础上, 仍然保持较快增长。

➢ **Q1 非甄选业务利润表现略超预期, Q2 传统淡季利润较薄、叠加文旅业务投入, 预计利润端小幅波动。** 2024 年 6-8 月公司非甄选业务 Non-GAAP 经营利润 3.12 亿美元, yoy+46.7%, 对应利润率 24.4%, 同比提升 2.2ppt, 略超我们的预期, 反映网点整体利用率持续爬升+较好的成本控制。展望 Q2, 由于教培收入进入淡季、经营杠杆释放不明显 (FY24Q2 公司 Non-GAAP 经营利润约 5100 万美元, 利润率 5.9%), 叠加文旅业务仍在初期, 利润端或小幅波动。

➢ **产能扩张节奏稳健, 全国性布局优势明显。** 截至 2024 年 8 月底, 公司线下教学点数量增长至 1089 个, qoq+6%, 全年计划扩张 20~25%目标不变。参考公司近期披露的年报数据, 广州、南京、杭州、合肥教学点数超过 40 个, 北京、上海、武汉、西安、重庆、成都、济南、苏州教学点数超过 30 个。公司全国性网络优势仍在加强。

➢ **投资建议:** 教培政策稳定, 国家支持合规机构展业, 行业供需仍存错配, 公司作为龙头有望受益。我们预计公司非甄选业务 FY2025-2027 收入 44.16/55.36/66.97 亿美元、Non-GAAP 经营利润 5.39/7.31/9.38 亿美元。预计公司 FY2025-2027 整体经调整 EPS 为 0.34/0.44/0.55 美元, 对应 PE 为 18/14/11x。维持“推荐”评级。

## 盈利预测与财务指标

单位/百万美元	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	4,314	5,226	6,346	7,508
增长率(%)	43.9	21.2	21.4	18.3
经调整净利润	381	551	723	902
增长率(%)	47	45	31	25
EPS(基于经调整净利润)	0.23	0.34	0.44	0.55
P/E(基于经调整净利润)	26	18	14	11
P/B	2.6	2.3	2.0	1.7

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 10 月 24 日收盘价, 汇率 1USD=7.77HKD)

推荐

维持评级

当前价格:

46.80 港元



分析师 易永坚

执业证书: S0100523070002

邮箱: yiyongjian@mszq.com

分析师 徐熠雯

执业证书: S0100523100002

邮箱: xuyiwen@mszq.com

## 相关研究

- 新东方-S (9901.HK) 2024 财年四季报点评: 利润端短期扰动, 看好教培业务健康发展-2024/08/04
- 新东方-S (9901.HK) 2024 财年三季报点评: 营收超预期, 利润受多个短期因素扰动-2024/04/26
- 新东方-S (9901.HK) 2024 财年二季报点评: 业绩继续超预期, 下季度收入指引同增 42-45%-2024/01/29
- 新东方-S (9901.HK) 2024 财年一季报点评: 业绩继续超预期, 趋势持续向好-2023/10/29
- 教培行业研究系列 (一): 新东方-S (9901.HK) 首次覆盖报告: 龙头重启, 新业务驱动新增长-2023/08/20

**公司财务报表数据预测汇总**

资产负债表 (百万美元)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>流动资产合计</b>	<b>5,389</b>	<b>6,952</b>	<b>8,325</b>	<b>9,868</b>
现金及现金等价物	1,389	2,903	4,156	5,569
应收账款及票据	30	44	32	25
存货	93	71	85	100
其他	3,877	3,934	4,052	4,174
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,143</b>	<b>2,087</b>	<b>2,223</b>	<b>2,422</b>
固定资产	508	541	613	715
商誉及无形资产	777	801	866	963
其他	858	744	744	744
<b>资产合计</b>	<b>7,532</b>	<b>9,039</b>	<b>10,548</b>	<b>12,291</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3,001</b>	<b>3,950</b>	<b>4,756</b>	<b>5,626</b>
短期借贷	0	0	0	0
应付账款及票据	106	83	60	70
其他	2,895	3,867	4,696	5,556
<b>非流动负债合计</b>	<b>482</b>	<b>505</b>	<b>505</b>	<b>505</b>
长期借贷	14	14	14	14
其他	467	490	490	490
<b>负债合计</b>	<b>3,483</b>	<b>4,455</b>	<b>5,261</b>	<b>6,130</b>
普通股股本	2	2	2	2
储备	3,774	4,303	4,992	5,846
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>3,776</b>	<b>4,305</b>	<b>4,993</b>	<b>5,848</b>
少数股东权益	273	279	294	313
<b>股东权益合计</b>	<b>4,049</b>	<b>4,584</b>	<b>5,288</b>	<b>6,160</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>7,532</b>	<b>9,039</b>	<b>10,548</b>	<b>12,291</b>

现金流量表 (百万美元)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,123</b>	<b>1,699</b>	<b>1,676</b>	<b>1,936</b>
净利润	310	501	661	827
少数股东权益	16	6	15	19
折旧摊销	107	292	314	351
营运资金变动及其他	691	900	686	740
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,154</b>	<b>-213</b>	<b>-450</b>	<b>-550</b>
资本支出	-249	-350	-450	-550
其他投资	-905	137	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-160</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
借款增加	0	0	0	0
普通股增加	-59	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	-101	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>-216</b>	<b>1,513</b>	<b>1,253</b>	<b>1,413</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万美元)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>营业收入</b>	<b>4,314</b>	<b>5,226</b>	<b>6,346</b>	<b>7,508</b>
其他收入	0	0	0	0
营业成本	2,051	2,482	2,983	3,491
销售费用	661	820	990	1,171
管理费用	1,252	1,411	1,665	1,935
研发费用	0	0	0	0
财务费用	-153	-138	-158	-173
权益性投资损益	-59	0	0	0
其他损益	-10	0	0	0
除税前利润	435	650	867	1,084
所得税	110	143	191	238
净利润	325	507	676	845
少数股东损益	16	6	15	19
<b>归属母公司净利润</b>	<b>310</b>	<b>501</b>	<b>661</b>	<b>827</b>
EBIT	282	513	709	911
EBITDA	388	805	1,022	1,262
EPS (元)	0.19	0.31	0.40	0.51

主要财务比率	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>成长能力(%)</b>				
营业收入	43.89	21.16	21.44	18.30
归属母公司净利润	74.57	61.96	31.85	25.03
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	52.45	52.50	53.00	53.50
净利率	7.18	9.59	10.42	11.01
ROE	8.20	11.65	13.24	14.14
ROIC	5.18	8.70	10.43	11.50
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	46.24	49.29	49.87	49.88
净负债比率(%)	-33.96	-63.01	-78.32	-90.17
流动比率	1.80	1.76	1.75	1.75
速动比率	0.58	0.84	0.97	1.09
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.62	0.63	0.65	0.66
应收账款周转率	137.46	142.71	168.60	264.55
应付账款周转率	23.38	26.35	41.89	53.93
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.19	0.31	0.40	0.51
每股经营现金流	0.69	1.04	1.02	1.18
每股净资产	2.31	2.63	3.05	3.58
<b>估值比率</b>				
P/E	32	20	15	12
P/B	2.6	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	22.30	10.76	8.47	6.87

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026