

公司報告

招商證券(香港)有限公司
證券研究部

新东方教育科技集團 (EDU US)

業務推進順利，股東回報潛力釋放

■ 25財年四季度業績前瞻：我們預計核心業務收入以美元計同比增長13%，淨營業利潤率同比上升1個百分點至3.2%，與符合此前公司指引

■ 我們對公司2026財年均衡的增長前景持樂觀態度：預計在K-12業務的推動下，營收將穩健同增15%，同時通過提升運營效率來抵消海外業務的拖累，推動利潤率持續擴張

■ 維持增持：2026財年市盈率13.5倍，估值低位，富有吸引力；預期25-27財年盈利複合年增長率超過20%；潛在的新股東計劃可能成為短期催化劑

核心業務：均衡增長，利潤率擴張前景依然穩固

我們預計新东方25財年四季度(春季季度)營收將達到12億美元，同比增長5%。其中，核心教育業務(不包括東方甄選 [1797 HK, 持有])收入預計同比增長13%，與公司此前10-13%的增長指引一致。此外，我們預期公司26財年營收將同比增長15%，利潤率有望進一步擴張，主要得益於K-12業務的穩健增長和利潤率改善(得益於10-15%的產能擴張計劃)，同時持续提升運營效率將部分抵消海外業務對利潤率的拖累。我們注意到公司正在集團層面積極推動成本控制措施，主要包括：1) 降低租金、水電及其他雜項支出的成本比例；2) 提升教室和教師的使用率。我們認為這些措施將在26財年開始顯現成效。總體而言，我們預計25/26財年核心非GAAP淨利潤將分別達到4.4億/5.8億美元，同比增長23%/32%。

東方甄選：GMV增速回正

根據灰豚數據，自2025年4月起，抖音日均GMV已連續三個月實現同比正增長(圖9)，主要得益於美妝生活頻道的強勁增長，該頻道在25財年四季度錄得同比增長26%。我們預計由於業務重組，東方甄選2025財年總GMV將同比下降30%至100億元人民幣，但在2026財年將恢復低雙位數的正增長。我們預計東方甄選25/26財年營收將分別同比下降28%和增長12%，並看好其利潤率改善前景與審慎成本控制，預計核心淨利潤在25/26財年分別達到9,100萬元和2.02億元人民幣。

維持增持：預期新股東回報計劃

新东方目前估值為13.5倍26財年市盈率，處於歷史低谷水平(圖7/8)，而25-27財年盈利複合年增長率超20%，我們認為風險回報具有吸引力。此前7億美元股份回購額度已于4月底使用完畢，我們預計新的股東回報計劃將在7月底前公布。該計劃將根據淨利潤，通過分紅或股份回購的方式，定期回饋股東。我們認為這將成為短期股價的催化劑。新东方：維持增持，基於未來12個月的SOTP估值(圖13)，目標價63美元保持不變。關鍵風險：1) 監管；2) 競爭；3) 運營風險；4) 聲譽風險。

盈利預測及估值

5月31日年結(百萬美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	2,998	4,314	4,852	5,432	6,152
增長率(%)	-3%	44%	12%	12%	13%
毛利潤	1,588	2,263	2,671	2,962	3,323
非GAAP經營利潤	280	474	505	601	717
非GAAP淨利潤	259	409	468	592	700
增長率(%)	n.a.	58%	15%	27%	18%
非GAAP每股盈利(美元)	1.54	2.45	2.86	3.65	4.31
市盈率(倍)	31.0	19.6	17.1	13.5	11.5
淨資本回報率	7%	10%	11%	12%	13%

資料來源：公司資料、招商證券(香港)預測；股價截至2025年6月23日

李怡珊, CFA +852 3189 6122
crystalli@cmschina.com.hk
王騰杰 +852 3189 6634
tommywong@cmschina.com.hk

最新變動

25財年四季度業績前瞻：業務更新

增持

前次評級	增持
股價	49.1美元
12個月目標價(上漲/下跌空間)	63美元/49港元(+28%/+31%)
前次目標價	63美元/49港元

股價表現



資料來源：彭博；股價截止2025年6月23日

%	1m	6m	12m
EDU US	5.6	(23.2)	(35.2)
MXCN	(0.8)	14.2	28.7

行業：教育

恒生指數(2025/6/23)	23,689
國企指數(2025/6/23)	8,597

重要數據

52周股價區間(美元)	40.66 - 87.26
市值(百萬美元)	8,021
日均成交量(百萬股)	0.86

主要股東

俞敏洪	12%
總股數(百萬股)	1,699
自由流通量	88%

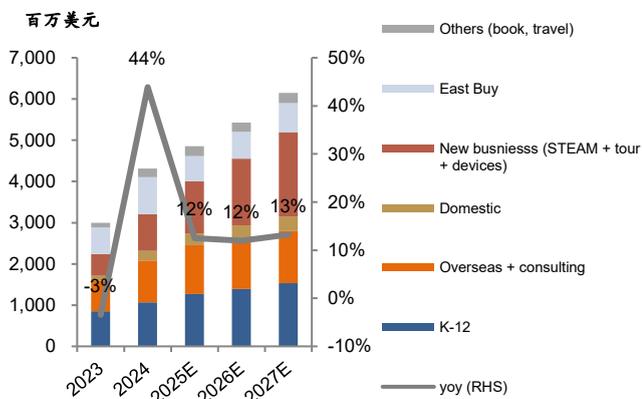
資料來源：公司資料、彭博

相關報告

- 新东方教育科技集團(EDU US) - 持續平衡利潤與增長(增持)(2024/10/24)
- 新东方教育科技集團(EDU US) - 核心教育類業務強勁增長穩固無虞(增持)(2024/8/1)
- 新东方教育科技集團(EDU US) - 四季度業績前瞻：仍處於強勁增長軌道(增持)(2024/6/27)
- 新东方教育科技集團(EDU US) - 教育業務穩健如故；東方甄選短期影響有限(增持)(2024/4/25)

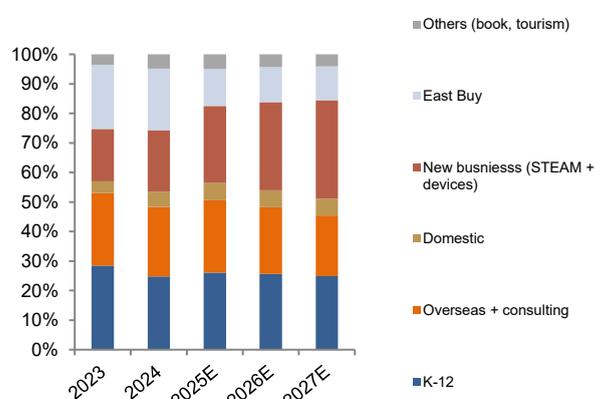
重点图表 - 新东方 (EDU US)

图1: 新东方收入预测



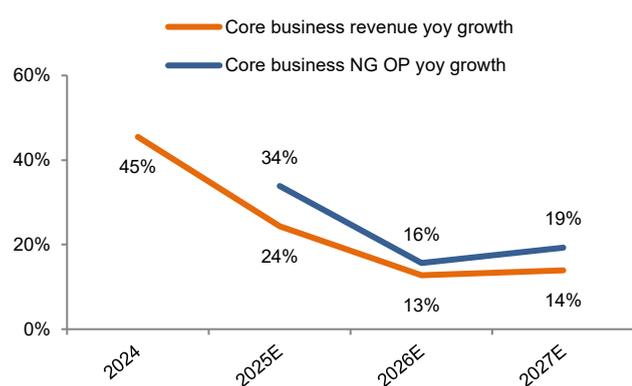
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图2: 新东方分业务收入



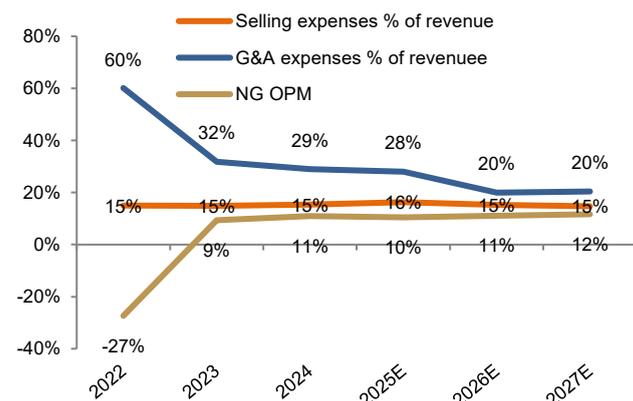
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图3: 新东方核心业务收入及非GAAP经营利润同比增速



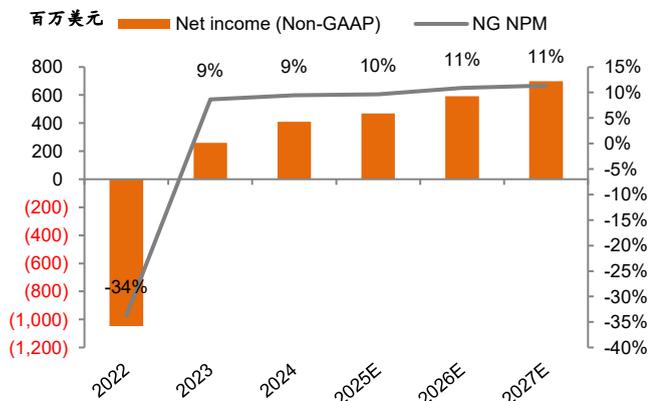
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图4: 新东方经营费用及非GAAP经营利润率



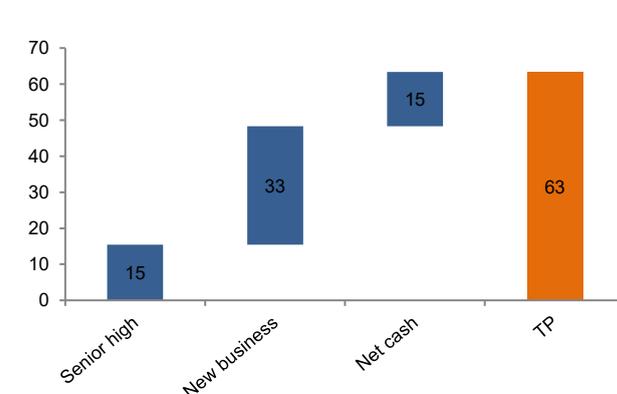
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图5: 新东方非GAAP净利润和净利润率



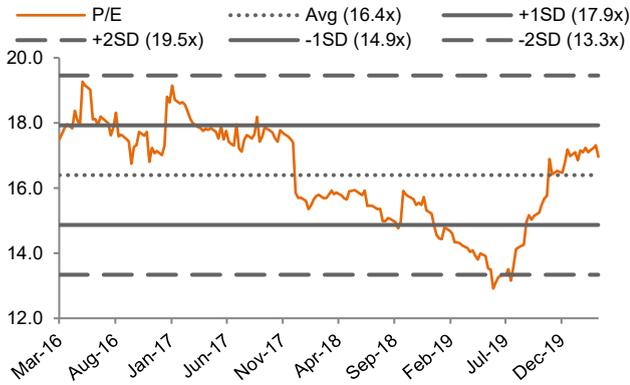
资料来源: 彭博, 公司资料, 招商证券(香港)预测

图6: 新东方分部加总目标价(美元)



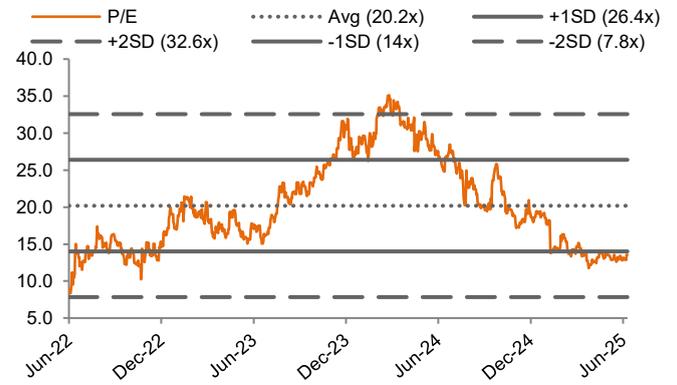
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图7: 新东方2016至19年市盈率区间: 历史估值低位为13倍



资料来源: 彭博、公司资料、招商证券(香港)预测

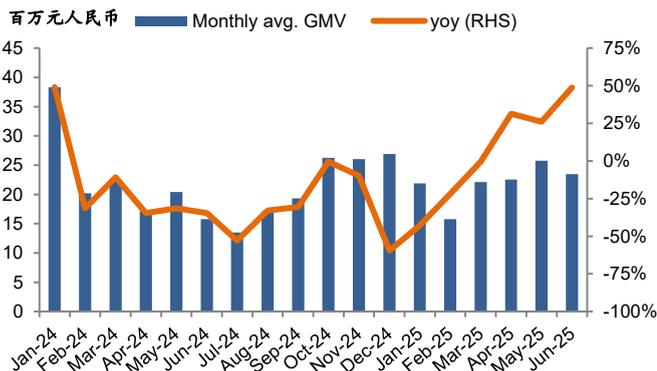
图8: 新东方市销率区间(2022年至今): 当前估值处于历史均值-1个标准差



资料来源: 彭博、公司资料、招商证券(香港)预测

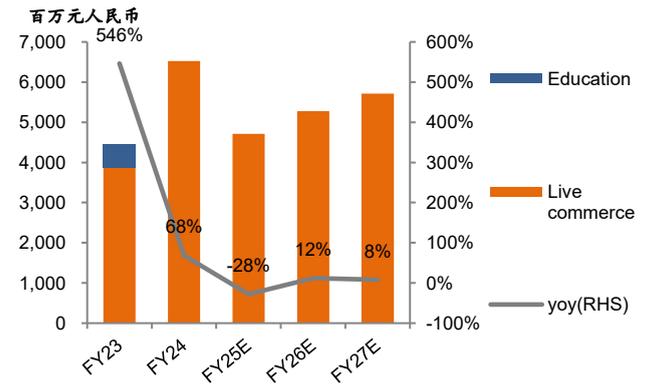
重点图表 - 东方甄选(1797 HK)

图9: 东方甄选抖音日均GMV*自4月起恢复同比正增长



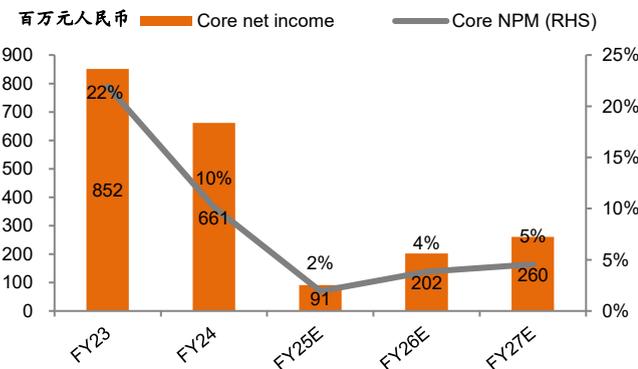
资料来源: 公司资料、灰豚数据、招商证券(香港); 不包括与辉同行

图10: 东方甄选收入预测



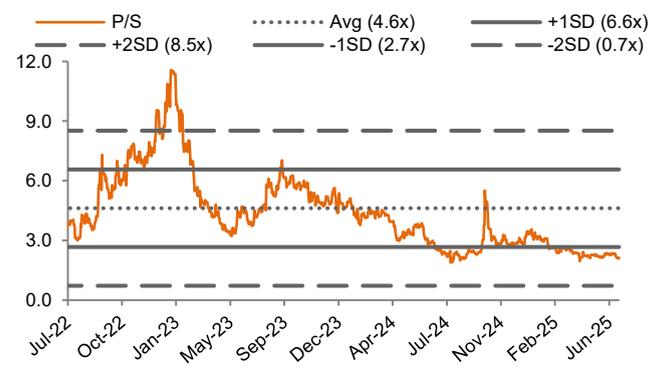
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图11: 东方甄选核心净利润



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图12: 东方甄选市销率区间



资料来源: 彭博、公司资料、招商证券(香港)预测

新东方分部加总估值逻辑

鉴于新东方高中业务板块收入增长维持在低双位数水平，我们给予该板块 10 倍目标市盈率。我们给予其新业务 (K-9) 20 倍目标市盈率，主因该业务预期同比增长 20-30%。由于增长和盈利前景不明朗，我们未对成人教育、文化旅游及东方甄选业务给予估值。我们还在新东方的分部加总估值中加入净现金，但给予净现金 50% 的折让。我们将目标价上调至 63 美元，对应 2026/27 财年预期市盈率分别为 17 倍/15 倍。

图13: 新东方分部加总估值

New Oriental SOTP valuation								
USD: HKD			7.79					
USD: CNY			7.26					
USD mn, next 12-mo	Bear	Base	Bull	USD mn, next 12-mo	Bear	Base	Bull	
New Oriental core business (excl. East Buy)								
Revenue forecast				NG OPM				
Senior high	1,331	1,395	1,458	Senior high	20%	24%	25%	
New business	1,455	1,619	1,708	New business	20%	22%	25%	
Tourism	145	152	159	Tourism	-15%	-11%	0%	
Adult	1,470	1,539	1,617	Adult	10%	15%	20%	
Revenue yoy growth				NG OP				
Senior high	5%	10%	15%	Senior high	266	335	365	
New business	15%	28%	35%	New business	291	356	427	
Tourism	10%	15%	20%	Tourism	-22	-16	0	
Adult	0%	5%	10%	Adult	147	224	323	
Core business revenue	4,482	4,786	5,022	Core business NG OP	374	591	807	
yoy growth	6%	13%	18%	yoy growth	-27%	16%	58%	
				Core NG OPM	8.4%	12.3%	16.1%	
USD mn, next 12-mo	Bear	Base	Bull	USD mn, next 12-mo	Bear	Base	Bull	
Target P/E (x)				Target value (based on 25% tax rate)				
Senior high	5	10	15	Senior high	998	2,511	4,101	
New business	15	20	25	New business	3,274	5,344	8,006	
Tourism	0	0	5	Tourism	0	0	0	
Adult	0	0	5	Adult	0	0	1,213	
Implied core P/E (x)	11.4	13.3	16.5	Core target value	4,272	7,855	13,320	
Lastest net cash @ 50% discount							2,434	
Total target value					6,706	10,289	15,754	
Shares (mn)					162			
Target price								
New Oriental (EDU US, USD)					41	63	97	
New Oriental - S (9901 HK, HKD)					32	49	76	
TP implied P/E (x)	FY25E	FY26E	FY27E	TP implied P/S (x)	FY25E	FY26E	FY27E	
Bull-case P/E (x)	16	13	11	Bull-case P/S (x)	2.0	1.8	1.6	
Base-case P/E (x)	22	17	15	Base-case P/S (x)	2.1	1.9	1.7	
Bear-case P/E (x)	35	27	23	Bear-case P/S (x)	2.3	2.0	1.8	
Bull case NP	640	809	956	Bull case revenue	5,092	5,700	6,455	
Base case NP	468	592	700	Base case revenue	4,852	5,432	6,152	
Bear case NP	297	375	443	Bear case revenue	4,544	5,087	5,761	

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图14: 教培行业同业对比

公司名称	股票代码	股价 (当地货币)	评级	招商证券		市值(百万美元)	3个月平均 交易量 (当地货币, 百万)	市盈率(倍)		PEG*	市销率(倍)		PSG*	收入年复合增 长率(%)	每股盈利年复 合增长率(%)
				目标价 (当地货币)	上涨空间 (%)			FY25E	FY26E		FY25E	FY26E			
HSI		23,689						9.8	9.0	n.a.	1.4	1.3	n.a.	n.a.	n.a.
HSCEI		8,597						9.1	8.3	n.a.	1.2	1.1	n.a.	n.a.	n.a.
K-12 教培															
新东方	EDU US 9901 HK	49.1 37.5	增持 增持	63.0 49.0	28.4 30.8	8,021	54.9	17.1	13.5	0.6	1.7	1.5	0.12	12.6	22.2
好未来	TAL US	10.6	增持	13.2	25.1	6,435	87.0	39.6	27.8	0.6	2.9	2.2	0.07	30.3	47.4
高途	GOTU US	3.7	增持	4.7	26.0	932	5.0	n.a.	n.a.	n.a.	1.1	0.9	0.04	24.5	n.a.
东方甄选	1797 HK	11.6	中性	12.8	10.0	1,546	111.5	122.1	55.0	0.8	2.4	2.1	0.2	10.2	69.0
天立	1773 HK	4.1	未评级	n.a.	n.a.	1,103	20.5	14.4	9.3	n.a.	2.5	1.8	n.a.	n.a.	n.a.
学大	000526 CH	46.2	未评级	n.a.	n.a.	784	90.7	22.0	17.7	0.8	1.7	1.4	0.1	19.4	22.8
卓越	3978 HK	4.9	未评级	n.a.	n.a.	526	8.1	11.6	9.4	0.5	1.9	1.5	0.1	20.5	19.9
思考乐	1769 HK	3.7	未评级	n.a.	n.a.	268	11.8	8.5	6.4	0.2	1.7	1.3	0.0	29.7	35.9
51 Talk	COE US	32.4	未评级	n.a.	n.a.	190	0.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
智能硬件															
有道	DAO US	8.6	增持	11.2	29.9	1,031	0.8	54.4	33.5	0.6	1.3	1.1	0.10	11.8	54.3
科大讯飞	002230 CH	46.0	未评级	n.a.	n.a.	14,817	1,091.7	110.6	81.5	2.2	3.8	3.2	0.2	18.7	37.3
佳发教育	300559 CH	11.4	未评级	n.a.	n.a.	634	75.6	46.0	35.1	78.3	8.5	7.2	1.3	5.5	0.4
读书郎	2385 HK	7.0	未评级	n.a.	n.a.	314	1.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
学校运营															
多邻国	DUOL US	448.5	增持	593.0	32.2	20,388	378.9	68.0	52.4	1.1	20.5	16.2	0.6	25.8	49.4
东方	667 HK	6.2	增持	7.5	20.4	1,746	54.6	20.3	16.6	0.8	2.9	2.6	0.2	10.7	20.4
中公教育	002607 CH	2.8	未评级	n.a.	n.a.	2,414	439.9	34.9	27.8	n.a.	6.0	5.4	0.5	10.8	(5.0)
华图	300492 CH	63.6	未评级	n.a.	n.a.	1,742	66.8	43.0	32.0	n.a.	3.7	3.0	0.3	11.5	(19.1)
科德教育	300192 CH	14.0	未评级	n.a.	n.a.	641	211.8	28.7	25.0	2.0	5.5	5.1	0.6	8.0	12.5
粉笔	2469 HK	2.1	未评级	n.a.	n.a.	606	39.3	12.0	10.7	0.8	1.5	1.4	0.2	5.8	13.7
行动教育	605098 CH	34.8	未评级	n.a.	n.a.	579	41.8	13.7	12.1	1.0	4.7	4.2	0.4	11.9	12.6
传智教育	003032 CH	6.1	未评级	n.a.	n.a.	344	60.6	206.4	51.4	5.1	6.2	4.8	0.9	5.4	10.1
量子之歌	QSG US	10.3	未评级	n.a.	n.a.	525	11.4	11.7	11.8	n.a.	1.4	1.6	0.3	5.4	n.a.
成人教育															
中教	839 HK	2.6	增持	4.9	92.2	910	37.8	3.3	3.2	0.8	0.9	0.8	0.1	6.2	3.8
科培	1890 HK	1.4	增持	2.7	97.1	352	1.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
新高教	2001 HK	0.9	增持	4.5	429.4	214	5.4	2.0	1.9	0.2	0.6	0.6	0.1	8.3	7.8
均值-综合教培								18.9	14.0	0.6	2.0	1.6	0.1	21.0	29.6
均值-智能硬件								46.0	34.3	1.4	4.5	3.8	0.5	12.0	18.9
均值-K12/素质教育								23.5	19.4	1.8	5.8	4.9	0.5	10.6	11.8
均值-成人教育								2.7	2.5	0.5	0.8	0.7	0.1	7.2	5.8
均值(所有)								20.6	17.3	1.1	3.8	3.2	0.3	14.0	17.2

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测; 股价截至2025年6月23日。注: 所有未评级股票信息均来源于彭博; *PEG基于25财年预测P/E及24-26财年预测每股盈利年复合增长率计算, PSG基于25财年预测市销率及24-26财年预测收入年复合增长率计算。

财务预测：新东方 (EDU US)

资产负债表

(百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
物业、厂房及设备净额	360	508	774	1,023	1,291
无形资产及商誉	131	123	123	123	124
长期投资	400	356	363	370	378
其他长期资产	1,089	1,156	1,179	1,203	1,227
非流动资产	1,979	2,143	2,439	2,720	3,019
现金及等价物	1,663	1,389	1,689	2,223	2,897
抵押存款及短期存款	967	1,498	1,498	1,498	1,498
短期投资	1,478	2,066	2,066	2,066	2,066
其他流动资产	306	436	433	454	478
流动资产	4,414	5,389	5,685	6,240	6,938
总资产	6,392	7,532	8,124	8,960	9,958
短期债务	0	0	0	0	0
应付账款	70	106	93	106	121
递延收入	1,338	1,780	1,941	2,173	2,461
其他流动资产	844	1,115	1,137	1,160	1,183
流动负债	2,251	3,001	3,172	3,439	3,765
长期债务	0	0	0	0	0
其他非流动负债	327	482	491	501	511
非流动负债	327	482	491	501	511
总负债	2,578	3,483	3,663	3,940	4,276
总净资产	3,815	4,049	4,461	5,020	5,681
股本	2	0	0	0	0
储备	3,603	3,776	4,188	4,747	5,408
股东权益	3,604	3,776	4,188	4,747	5,408
非控股权益	210	273	273	273	273
总权益	3,815	4,049	4,461	5,020	5,681
总债务	0	0	0	0	0
净现金/(债务)*	4,108	4,953	5,252	5,786	6,460

现金流量表

(百万美元)	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
年结	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
税前利润	177	310	412	559	662
折旧摊销	123	104	105	104	105
运营资本变化	411	442	158	230	285
其他	260	268	16	16	17
经营活动净现金	971	1,123	691	909	1,068
资本开支	-142	-422	-366	-350	-367
并购	-28	3	-5	-5	-5
投资	636	-1,075	-7	-7	-7
其他	-504	340	-23	-24	-24
投资活动净现金	-37	-1,154	-401	-385	-404
已付股利	0	0	0	0	0
股票融资(已注销)	0	0	0	0	0
债务融资(已偿还)	0	0	0	0	0
其他	-247	-160	10	10	10
融资活动净现金	-247	-160	10	10	10
汇兑损益	-76	-25	0	0	0
现金净变动	611	-216	299	534	674
期初现金	1,195	1,805	1,589	1,889	2,423
期末现金	1,805	1,589	1,889	2,423	3,097
期末现金(剔除抵押存款)	1,663	1,389	1,689	2,223	2,897

资料来源：公司数据、招商证券(香港)预测；*净现金包括银行存款、短期投资和定期存款。

利润表

(百万美元)	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
年结	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
收入	2,998	4,314	4,852	5,432	6,152
销售成本	-1,409	-2,051	-2,181	-2,470	-2,828
毛利	1,588	2,263	2,671	2,962	3,323
销售费用	-445	-661	-791	-827	-906
行政费用	-954	-1,252	-1,357	-1,084	-1,253
总营运开支	-1,398	-1,912	-2,148	-1,911	-2,159
出售附属公司收益	0	0	0	0	0
经营利润	190	350	463	559	669
净投资及其他收入	118	143	125	160	181
税前利润	309	494	589	718	850
税项	-66	-110	-159	-158	-187
税后利润	235	325	412	560	663
股权投资损失	-7	-59	-17	0	0
非控股权益	-58	-16	0	-2	-2
归母净利润	177	310	412	559	662
非 GAAP 项目：					
非 GAAP 经营利润	280	474	505	601	717
非 GAAP 净利润	259	409	468	592	700
非 GAAP 每股盈利(美元)	1.5	2.4	2.9	3.6	4.3

财务比率

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
年结	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
同比增长率(%)					
收入	-3.5	43.9	12.5	11.9	13.3
毛利	17.6	42.5	18.1	10.9	12.2
报告经营利润	n.a.	84.4	32.2	20.6	19.8
报告净利润	n.a.	74.6	33.1	35.6	18.4
非 GAAP 经营利润	n.a.	69.5	6.5	18.9	19.3
非 GAAP 净利润	n.a.	57.8	14.6	26.5	18.1
利润率(%)					
毛利	53.0	52.5	55.0	54.5	54.0
报告经营利润	6.3	8.1	9.5	10.3	10.9
报告净利润	5.9	7.2	8.5	10.3	10.8
非 GAAP 经营利润	9.3	11.0	10.4	11.1	11.7
非 GAAP 净利润	8.6	9.5	9.7	10.9	11.4
有效税率(%)	21.4	22.2	27.0	22.0	22.0
流动比率(x)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.5
净现金/股权比例(%)	107.7	122.3	117.7	115.3	113.7
回报率(%)					
资产周转率(x)	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7
财务杠杆比率(x)	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8
EBIT 利润率(%)	6.3	8.1	9.5	10.3	10.9
利息负担(x)	1.6	1.4	1.3	1.3	1.3
税项负担(x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
ROE(%)	6.8	10.4	11.0	12.5	13.1
市盈率(x)	31.0	19.6	17.1	13.5	11.5
市净率(x)	2.1	2.0	1.8	1.6	1.4

财务预测：东方甄选 (1797 HK)

资产负债表

(百万人民币)	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
年结	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
物业及设备	34	43	44	44	43
投资	242	170	173	176	180
其他非流动资产	140	165	170	179	191
非流动资产	416	378	387	399	414
应收账款	219	894	645	723	782
预付款项	77	134	96	108	117
投资&定存	1,835	2,452	1,250	1,250	1,250
银行结余及现金	1,165	2,262	2,289	2,401	2,491
其他流动资产	141	422	1,506	1,543	1,571
流动资产	3,437	6,164	5,786	6,025	6,213
总资产	3,853	6,542	6,173	6,425	6,627
合约负债	254	50	64	51	65
应付账款	335	612	409	471	509
其他应付款项	336	688	563	688	689
其他流动负债	104	163	152	127	116
流动负债	1,029	1,513	1,188	1,337	1,378
非流动负债	20	59	60	59	60
总负债	1,049	1,572	1,248	1,397	1,438
净资产	2,804	4,970	4,926	5,028	5,188
股本	0	0	0	0	0
储备	2,804	4,969	4,925	5,027	5,188
股东权益	2,804	4,969	4,925	5,027	5,188
非控股权益	0	0	0	0	1
总权益	2,804	4,970	4,926	5,028	5,188
总债务	0	0	0	0	0
净现金/(债务)*	3,000	4,714	2,289	2,401	2,491

现金流量表

(百万人民币)	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
年结	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
税前(亏损)利润	1,056	434	-22	98	153
物业及设备折旧	46	39	34	31	29
运营资本变化	261	-575	103	42	-40
其他	-99	959	-45	-15	-8
经营活动净现金	1,264	856	70	156	134
投资	-757	-545	-3	-3	-4
资本开支	-52	-40	-40	-40	-40
其他	71	788	0	0	0
投资活动净现金	-738	203	-43	-43	-44
实收资本变动	0	0	0	0	0
股票融资变动	0	0	0	0	0
其他	56	-15	0	0	0
融资活动净现金	56	-15	0	0	0
现金净变动	583	1,044	26	112	90
期初现金	547	1,165	2,262	2,289	2,401
汇兑损益	35	53	0	0	0
期末现金	1,165	2,262	2,289	2,401	2,491

利润表

(百万人民币)	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
年结	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
收入	3,881	6,526	4,708	5,278	5,714
销售成本	-2,398	-4,834	-3,227	-3,717	-4,024
毛利	1,483	1,692	1,481	1,561	1,690
销售费用	-316	-866	-838	-792	-857
研发费用	-65	-132	-144	-158	-171
行政费用	-145	-396	-720	-633	-629
经营利润	958	299	-220	-22	33
其他收入	113	138	200	120	120
其他收益及亏损	-15	-3	-2	-22	33
税前利润	1,056	434	-22	98	153
税项	-257	-185	-22	5	8
净利润	799	249	-44	102	160
非控股权益	0	0	0	0	0
归母净利润	799	249	-44	102	160
一次性项目(包含职工激励)	-52	-412	-135	-100	-100
核心净利润	852	661	91	202	260
非 IFRS 经营利润	1,061	716	-40	78	133
非 IFRS 净利润	916	709	139	202	260
每股收益(人民币)	0.75	0.23	-0.04	0.10	0.16
核心每股收益(人民币)	0.80	0.62	0.09	0.20	0.25
非 IFRS 每股收益(人民币)	0.91	0.70	0.13	0.20	0.25

财务比率

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
年结	5.31	5.31	5.31	5.31	5.31
同比增长率(%)					
收入	546.3	68.1	-27.8	12.1	8.3
毛利	279.5	14.1	-12.5	5.4	8.3
经营利润	n.a.	-68.8	n.a.	-89.8	n.a.
归母净利润	n.a.	-68.8	n.a.	n.a.	56.7
核心净利润	1,557.5	-22.4	-86.2	122.1	28.7
非 IFRS 经营利润	5,829.2	-32.5	n.a.	n.a.	71.3
非 IFRS 净利润	732.8	-22.6	-80.5	46.1	28.7
利润率(%)					
毛利	38.2	25.9	31.5	29.6	29.6
经营利润	24.7	4.6	(4.7)	(0.4)	0.6
归母净利润	20.6	3.8	(0.9)	1.9	2.8
核心净利润	21.9	10.1	1.9	3.8	4.6
非 IFRS 净利润	23.6	10.9	2.9	3.8	4.6
有效税率(%)	24.4	42.6	n.a.	n.a.	n.a.
流动比率(x)	3.3	4.1	4.9	4.5	4.5
净现金/股权比例(%)	107.0	94.9	46.5	47.8	48.0
ROE (%)	41.2	18.3	(0.9)	2.1	3.1
市盈率(x)	13.1	16.8	122.1	55.0	42.7
市净率(x)	4.0	2.2	2.3	2.2	2.1
市销率(x)	2.9	1.7	2.4	2.1	1.9

资料来源：公司数据、招商证券(香港)预测；*净现金包括银行存款、短期投资和定期存款。

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料，但招商证券（香港）有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工（统称“招商证券”）对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券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。

本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券，工具或策略，可能并不适合所有投资者，某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制，不能在全球范围内不受限制地提供，和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外，招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计，可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析，基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准，此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时，并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息，并承担风险。投资者须按照自己的判断，决定是否使用本报告所载的内容和信息，并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见，并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险，而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到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业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828