

业绩继续超预期，下季度收入指引同增 42-45%

2024 年 01 月 29 日

事件: 1月24日晚间，新东方发布2024财年二季报。2023年9-11月实现净收入8.70亿美元，yoy+36.3%，归母净利润3007万美元，yoy+4007.4%；实现经营利润2134万美元，同比扭亏，Non-GAAP经营利润5090万美元，yoy+212.2%。

➤ **收入端继续高于指引，出国、素养等业务线高增，下季度营收指引亮眼。** FY24Q2公司营收8.7亿美元，同比增速36.3%，超出此前指引(7.85-8.04亿美元，同比增速23-26%)。其中出国考试准备和出国咨询业务同比增长约46.5%和31.7%（人民币口径增速50%和35%），维持较快增长，预计受益于需求修复&扩容（出国低龄化）及格局优化；教育新业务同比增长68.3%（人民币口径增速72%），素养课、学习机业务需求强劲，游学研学及文旅业务进展良好；成人及大学生国内考培业务同比增长约42.7%（人民币口径增速46%）。截止FY2024Q2末，公司递延收入余额16.45亿美元，yoy+44.4%，保持较快增长。FY2024Q3公司营收指引10.709-10.935亿美元，同比增长42-45%，寒假季度增速指引亮眼。

➤ **利润率持续提升，Q2淡季 Non-GAAP 经营利润率 5.9%，创 FY2014 以来新高。** FY24Q2公司毛利率51.4%，同比提升4.1pct；销售/管理费用率17.8%/31.1%，同比+2.9pct/-1.6pct；经营利润率2.5%，同比+2.8pct；剔除股权激励费用后的Non-GAAP经营利润率5.9%，同比+3.3pct，创FY2014以来新高。预计利润率提升主要得益于旺盛的培训需求&竞争格局显著优化，以及人效更高的学习机等新业务起量。

➤ **教培网点扩张至期末的 843 间，同比增长 19%。** 1) 截至2023年11月30日，公司全国学校和学习中心数量843间，FY23Q2/FY23Q3/FY23Q4/FY24Q1/FY24Q2环比分别净增2/4/36/45/50间，全年扩张计划从15%-20%上调至20%。2) 素养课程在近60个城市开展，渗透不断提升，FY2024Q2报名人数78.6万，同增65%，中国TOP10城市贡献超6成收入。3) 智能学习系统机设备在约60个城市采用，FY24Q1活跃付费用户数18.1万，同增68%，中国TOP10城市贡献接近55%收入。

➤ **投资建议:** 校外培训政策不断清晰，国家支持合法合规的课程与机构发展，政策与监管愈发清晰化。公司是国内民办教育行业领军者，品牌、教研、渠道优势强大，传统业务持续恢复+新业务起量带动公司重回增长快轨。结合最新季报，我们上调FY2024-2026公司Non-GAAP经营利润至5.37/7.33/9.63亿美元（原值为5.19/7.23/9.59亿美元），GAAP归母净利润3.85/5.39/7.24亿美元（原值为3.72/5.30/7.18亿美元），2024年1月26日收盘价对应PE分别为34/24/18倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 1) 政策趋严风险；2) 新业务拓展不及预期；3) 行业竞争加剧；4) 教学质量与口碑下滑风险。

盈利预测与财务指标

单位 / 百万美元	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	2,998	4,089	5,149	6,251
增长率(%)	-3.5	36.4	25.9	21.4
净利润	177	385	539	724
增长率(%)	114.9	116.8	40.1	34.3
EPS	0.11	0.23	0.33	0.44
P/E	74	34	24	18
P/B	3.6	3.3	2.9	2.5

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为2024年1月26日收盘价, 汇率1USD=7.82HKD)

推荐

维持评级

当前价格:

62.05 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

1. 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

2. 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)	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
流动资产合计	4,414	5,653	6,923	8,441
现金及现金等价物	1,663	2,804	3,955	5,349
应收账款及票据	33	35	16	25
存货	53	51	77	77
其他	2,665	2,763	2,874	2,990
非流动资产合计	1,979	2,018	2,139	2,281
固定资产	360	378	437	530
商誉及无形资产	570	591	653	702
其他	1,049	1,049	1,049	1,049
资产合计	6,392	7,671	9,062	10,722
流动负债合计	2,251	3,077	3,848	4,696
短期借贷	0	0	0	0
应付账款及票据	70	52	38	70
其他	2,181	3,026	3,810	4,626
非流动负债合计	327	327	327	327
长期借贷	15	15	15	15
其他	312	312	312	312
负债合计	2,578	3,404	4,175	5,022
普通股股本	2	2	2	2
储备	3,630	4,015	4,553	5,277
归属母公司股东权益	3,604	3,989	4,528	5,251
少数股东权益	210	278	359	448
股东权益合计	3,815	4,267	4,886	5,700
负债和股东权益合计	6,392	7,671	9,062	10,722

现金流量表 (百万美元)	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
经营活动现金流	971	1,386	1,496	1,789
净利润	177	385	539	724
少数股东权益	58	68	81	89
折旧摊销	123	211	229	258
营运资金变动及其他	613	723	648	718
投资活动现金流	-37	-245	-345	-395
资本支出	-143	-250	-350	-400
其他投资	106	5	5	5
筹资活动现金流	-247	0	0	0
借款增加	-51	0	0	0
普通股增加	-179	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	-17	0	0	0
现金净增加额	611	1,141	1,151	1,394

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万美元)	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	2,998	4,089	5,149	6,251
其他收入	0	0	0	0
营业成本	1,409	1,819	2,250	2,701
销售费用	445	572	695	813
管理费用	954	1,259	1,570	1,875
研发费用	0	0	0	0
财务费用	-114	-123	-136	-149
权益性投资损益	-7	0	0	0
其他损益	5	5	5	5
除税前利润	301	565	774	1,017
所得税	66	113	155	203
净利润	235	452	619	813
少数股东损益	58	68	81	89
归属母公司净利润	177	385	539	724
EBIT	188	442	638	867
EBITDA	311	653	867	1,125
EPS (元)	0.11	0.23	0.33	0.44

主要财务比率	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
成长能力(%)				
营业收入	-3.46	36.39	25.93	21.42
归属母公司净利润	114.93	116.83	40.11	34.34
盈利能力(%)				
毛利率	52.98	55.50	56.30	56.80
净利率	5.92	9.40	10.46	11.58
ROE	4.92	9.64	11.90	13.78
ROIC	3.83	8.26	10.41	12.14
偿债能力				
资产负债率(%)	40.32	44.37	46.07	46.84
净负债比率(%)	-43.21	-65.37	-80.63	-93.59
流动比率	1.96	1.84	1.80	1.80
速动比率	0.85	1.02	1.13	1.24
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.58	0.62	0.63
应收账款周转率	121.11	120.00	200.00	300.00
应付账款周转率	30.62	30.00	50.00	50.00
每股指标 (元)				
每股收益	0.11	0.23	0.33	0.44
每股经营现金流	0.59	0.84	0.90	1.08
每股净资产	2.18	2.41	2.74	3.17
估值比率				
P/E	74	34	24	18
P/B	3.6	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	36.08	17.16	12.93	9.96

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
	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