

## 買入

2022年6月24日

### 業務調整基本完成，未來發展前景仍可期待

► **FY22Q3 業績概覽：**截止 22 年 2 月底，公司 22 財年 3 季度營收-48.4%至 6.1 億美元，歸母利潤-1.2 億美金。公司前 3 季度收入-15.8%至 25.8 億美元，歸母利潤為虧損 10 億美元。22 財年 3 季度末公司淨現金 40 億美金（扣掉了優先票據和遞延收入）。

► **業務調整基本完成，剩下約之前 1/3 門店和 1/2 人員：**22 財年巨額虧損主要是因為雙減政策後公司業務經過了劇烈調整，剝離了 K9 業務，關閉門店、辭退補償員工等，目前這些調整大部分都已完成。截止 22 財年 3 季度公司關閉了約一半門店，只剩下 847 家門店，預計後面還會進一步將門店關閉到 600-700 家。另外公司辭退了約一半的老師，目前公司員工人數在 5 萬人左右。

► **23 財年開始新業務結構：**新財年將是調整完成後的業務架構，包括：1、原有出國培訓業務（包括出國備考和諮詢），業務在經歷了 20 年的最低谷後，一直在緩慢復蘇，22 財年前 9 月+15%，預計如果中國防疫隔離政策放鬆，則將會迎來一個較大幅度的增長（因為需求仍在，競爭大幅減少）。2、高中業務，原有的高中業務根據各地的教培監管政策，在允許進行的城市仍保留運作，預計這塊業務未來將維持平穩。3、大學生國內備考業務：公司成立了大學生事業部，由總部統一管理，涉及的業務包括考研、4/6 級英語，拓展專升本考試培訓，職業教育專業、技能類培訓機會，22 財年前 9 月該部分業務收入+59%。4、非學科類培訓，包括素質類（如音樂、美術和體育等）和素養類（如辯論等諸多門類），滿足家長在雙減背景下對孩子綜合能力提升市場需求。5、電商直播等新業務，公司持有新東方線上約 56%股份，東方甄選的粉絲量經過近期飆漲已達 1859 萬。5、其他，如智慧學習硬體和系統、遊學研學營、2B 業務、出版、Blingo（教海外學生學中文）等。23 財年調整後的業務體量我們預計有 21 財年（雙減前）的約一半左右。

► **目標價 41.3 美元/32.4 港元，給予買入評級：**目前新東方市值等於公司在手淨現金，但公司仍有新東方品牌，90%保留率的高層管理團隊，近 700 個網點和 5 萬名員工，以及 20 億美金+的高利潤率業務（正常經營下），以及公司充滿潛力的新業務。以 DCF 測算，wacc12%，永續增長 0%，得出 41.3 美元/32.4 港元目標價，給予買入評級。

但玉翠

+852-25321539

Tracy.dan@firstshanghai.com.hk

#### 主要資料

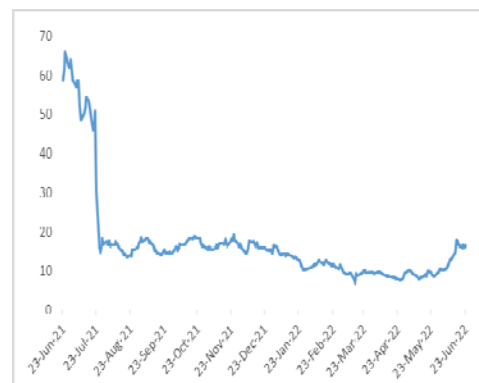
行業	教育
股價	18.98 美元/16.48 港元
目標價	41.3 美元/32.4 港元 (+118%)
股票代碼	EDU US/09901.HK
已發行股本	1.7 億/17.0 億
總市值	32.2 億美元
52 周高/低	85.5/8.4 美元
每股淨資產	23.7 美元
主要股東	俞敏洪 (12.3%)

### 表：盈利摘要

截止5月31日财政年度	2020实际	2021年实际	2022年预测	2023年预测	2024年预测
收入 (百万美元)	3,579	4,277	3,187	2,136	2,397
变动 (%)	15.6%	19.5%	-25.5%	-33.0%	12.2%
经营利润 (百万美元)	399	117	(925)	(21)	113
变动 (%)	30.6%	-70.6%	-889.0%	-97.8%	-642.9%
净利润 (百万美元)	413	334	(1,092)	(16)	113
变动 (%)	73.6%	-19.1%	-426.4%	-98.6%	-830.5%
净利润率 (%)	11.5%	7.8%	-34.3%	-0.7%	4.7%
每股收益 (美元)	2.60	2.00	(6.43)	(0.09)	0.66
Non-GAAP EPS	3.06	2.50	(5.72)	0.28	1.07
市盈率@18.98\$ (倍)	7.3	9.5	N/A	N/A	28.9
Non-GAAP市盈率@\$ (倍)	6.2	7.6	N/A	68.9	17.7
每股派息 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

資料來源：公司資料，第一上海預測

### 股價表現



資料來源：彭博

## 主要財務報表

损益表						财务分析					
<美元><千>, 财务年度截至<5月31日>						<美元><千>, 财务年度截至<5月31日>					
	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测		2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
<b>收入</b>	3,578,682	4,276,539	3,187,216	2,135,674	2,396,922	<b>盈利能力</b>					
毛利	1,989,783	2,239,664	1,320,812	961,053	1,150,522	毛利率 (%)	55.6%	52.4%	41.4%	45.0%	48.0%
销售及分銷成本	(445,259)	(600,778)	(441,071)	(266,959)	(299,615)	Non-GAAP经营利润率 (%)	12.9%	3.2%	-24.9%	2.5%	3.2%
行政開支	(1,145,521)	(1,489,826)	(1,804,924)	(714,837)	(738,294)	EBITDA 利率 (%)	15.3%	7.1%	-25.2%	1.9%	7.8%
<b>经营溢利</b>	399,003	117,266	- 925,183	- 20,743	112,613	净利率 (%)	11.5%	7.8%	-34.3%	-0.7%	4.7%
Non-GAAP经营利润	461,060	135,504	- 792,824	54,005	77,390	Non-GAAP净利润率	13.5%	9.3%	-30.5%	2.2%	7.7%
利息淨收入	107,284	134,764	40,000	41,215	42,956	<b>营运表现</b>					
长期股权投资相关	(17,066)	62,964	(56,465)	(8,465)	3,535	SG&A/收入 (%)	44.5%	48.9%	70.5%	46.0%	43.3%
所得税	(134,362)	(83,588)	(150,000)	(21,689)	(30,970)	实际税率 (%)	27.5%	26.5%	-15.9%	180.6%	19.5%
<b>股东净利润</b>	413,333	334,414	- 1,091,648	- 15,536	113,499	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Non-GAAP股东净利润	484,155	398,102	- 971,289	47,212	185,406	<b>财务状况</b>					
折旧及摊销	147,400	184,250	122,833	61,417	73,700	资产负债比率	56.2%	50.6%	36.8%	36.8%	37.1%
<b>EBITDA</b>	546,403	301,516	- 802,350	40,673	186,313	流动比率	1.5	1.9	2.7	2.7	2.7
Non-GAAP EBITDA	608,460	370,396	- 669,991	115,422	258,221	ROA	5.4%	2.3%	-16.9%	-0.1%	1.8%
<b>增长</b>						ROE	15.1%	6.8%	-28.2%	-0.4%	2.8%
总收入 (%)	15.6%	19.5%	-25.5%	-33.0%	12.2%						
EBITDA (%)	30.3%	-44.8%	-366.1%	-105.1%	358.1%						
净利润 (%)	73.6%	-19.1%	-426.4%	-98.6%	-830.5%						
<b>资产负债表</b>						<b>现金流量表</b>					
<美元><千>, 财务年度截至<5月31日>						<美元><千>, 财务年度截至<5月31日>					
	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测		2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
现金及等价物	1,199,850	2,826,236	2,302,332	2,481,742	2,848,786	<b>税前盈利</b>	354,859	230,021	(1,091,648)	(9,682)	128,134
短期投资	2,318,280	3,434,726	2,028,129	2,028,129	2,028,129	折旧及摊销	147,400	184,250	122,833	61,417	73,700
预付款项及其他流动资产	238,290	313,193	344,350	344,350	344,350	营运资金变化	104,614	735,707	(1,356,436)	44,462	146,837
<b>总流动资产</b>	3,756,420	6,574,155	4,674,811	4,854,221	5,221,265	其他	80,508	110,744	318,580	83,214	68,373
物业及设备	672,455	865,030	500,000	438,583	414,883	<b>营运现金流</b>	687,381	1,260,722	(2,006,671)	179,410	417,044
长期投资	431,101	537,749	537,749	537,749	537,749	资本开支	(330,400)	(396,480)	242,197	0	(50,000)
资产使用权	1,425,466	1,857,533	600,000	600,000	600,000	<b>其他投资活动</b>	(860,521)	(2,086,693)	1,707,989	0	0
<b>固定资产</b>	2,800,465	3,576,898	1,801,992	1,743,377	1,722,898	<b>投资活动现金流</b>	(1,190,921)	(2,483,173)	1,950,186	0	(50,000)
<b>总资产</b>	6,556,885	10,151,053	6,476,803	6,597,598	6,944,163	<b>融资活动现金流</b>	0	21,424	179,750	(197,631)	0
应计费用及其他流动资产	634,619	908,231	602,470	632,594	664,223	<b>现金变化</b>	(503,170)	(1,042,701)	(244,898)	179,410	367,044
递延收益	1,324,384	1,926,386	800,000	800,000	897,861	期初持有现金	1,418,227	915,057	1,632,127	1,387,229	1,566,639
<b>总短期负债</b>	2,479,364	3,471,445	1,724,165	1,768,794	1,915,691	期末持有现金	915,057	1,632,127	1,387,229	1,566,639	1,933,683
经营租赁负债	1,077,923	1,350,629	542,980	542,980	542,980						
<b>总负债</b>	3,687,074	5,132,877	2,380,317	2,427,581	2,577,639						
<b>股东权益</b>	2,736,924	4,913,275	3,872,320	3,885,260	4,024,394						
非控股权益	132,887	104,901	104,901	110,755	125,391						

資料來源：公司資料，第一上海預測

**第一上海證券有限公司**

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。