

新东方-S (09901.HK)

教育主业经营符合预期，运营效率持续提升

优于大市

核心观点

FY2025Q1 教育收入同增 34%。符合预期。 FY2025Q1，净营收 14.35 亿美元，同比+30.5%，若剔除东方甄选影响，实现净营收 12.78 亿美元，同比+33.5%，符合 FY2024Q4 季报收入指引（31-34%）；Non-GAAP 经营利润 3.00 亿美元，同比+22.6%，Non-GAAP 经营利润率 20.9%，同比-1.9pct，剔除东方甄选影响经营利润率为 24%，同比+2.2pct，系收入扩张带来规模效应体现；Non-GAAP 归母净利润 2.65 亿美元，同比+39.85%，优于彭博一致预期（+36.08%）。

教育新业务增长强劲，海外&高中增速稳健。 FY2025Q1，留学考培/咨询业务分别同比+18.8%/20.7%，延续上季度（+18%）的稳健表现；国内大学生培训业务收入同增约 30%，增速环比 F24Q4（+16%）提速明显；高中培训收入同比增约 21.0%，环比 24Q4（+27%）有所降速，预计系部分高端产品需求有所承压所致；教育新业务收入同增 49.8% 延续强劲增长，期内非学科素养业务培训人次为 48.4 万/+10.5%，学习机订阅用户人数达 32.3 万人/+78.5%，素养培训人次增速环比降速（+39.1%）系部分招生提前至 24Q4 季度以及内部转化为学习机用户所致；电商业务同增约 10%，2024 年 7 月子公司东方甄选正式出售“与辉同行”；文旅收入约 0.9 亿美元，旺季支撑下已盈利。

维持全年 20-25% 产能扩张预期。 截至报告期末，公司学校及学习中心数量达到 1089 间/+37%，季度环比净增 64 间，维持全年 20-25% 产能扩张指引。

FY2025Q2 教育收入预计同增 25-28%。 公司预计 FY2025Q2 实现收入 8.51-8.72 亿美元，同比增 25-28%。我们分析二季度公司教育新业务与国内大学生有望继续呈现快速增长，出国业务与高中业务增长仍相对平稳。此外，考虑到二季度为文旅业务传统淡季，虽教育业务利润率边际会继续改善，但文旅拖累下整体经营利润率同比预期会有小幅下滑。

风险提示：政策趋严、行业竞争加剧、业务渗透率提升缓慢、股东减持等。

投资建议：报告期内教育新业务及国内大学生业务维持强劲增长态势，表征需求依旧旺盛，国外考培咨询和高中业务增速虽小幅度降速，但公司已针对性推出更高性价比产品以应对外部需求变化。且整体而言教培行业仍处于高景气发展阶段，优质供给短缺的供需格局仍未改变，我们同样观察到公司教育主业利润率如预期处于上行通道中。综合以上所述，我们维持 FY2025-2027 财年收入预测 51.13/64.14/78.93 亿美元，Non-GAAP 净利润 5.28/7.96/10.93 亿美元，对应 PE 估值为 19/13/9x，公司仍系教培板块质地最优标的，维持公司“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,998	4,314	5,113	6,414	7,893
(+/-%)	-3.5%	43.9%	18.5%	25.5%	23.1%
归母净利润(百万元)	177	310	528	796	1096
(+/-%)	-114.9%	74.6%	70.5%	50.8%	37.6%
每股收益(元)	0.11	0.19	0.32	0.49	0.67
EBIT Margin	-44.5%	-23.6%	7.6%	11.1%	13.6%
净资产收益率 (ROE)	4.9%	8.2%	12.3%	15.6%	17.7%
市盈率 (PE)	57.4	32.9	19.0	12.6	9.2
EV/EBITDA	-115.4	-218.7	177.1	117.9	86.1
市净率 (PB)	25.79	24.62	21.34	18.01	14.82

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

社会服务·教育

证券分析师：曾光 0755-82150809
zengguang@guosen.com.cn
S0980511040003

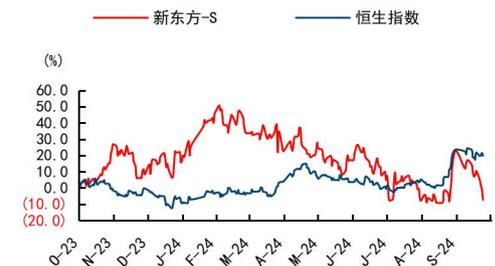
证券分析师：钟潇 0755-82132098
zhongxiaoxiao@guosen.com.cn
S0980513100003

证券分析师：张鲁 010-88005377
zhanglu5@guosen.com.cn
S0980521120002

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值
收盘价 46.80 港元
总市值/流通市值 76531/76531 百万港元
52 周最高价/最低价 76.29/44.50 港元
近 3 个月日均成交额 352.20 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

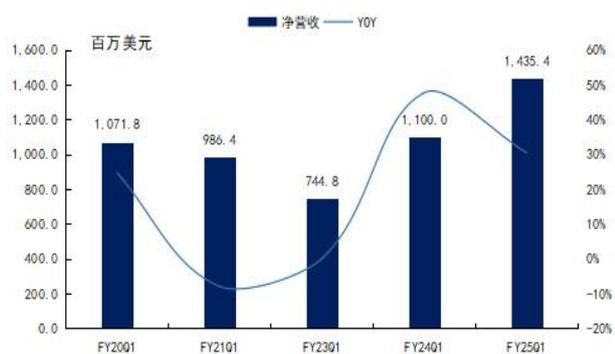
相关研究报告

《新东方 (09901.HK)：激荡教培三十载，而今迈步新征程》——2024-08-27

《新东方-S (09901.HK)-FY2023Q1 点评-重组后单季度首次扭亏，电商业务经营尤为亮眼》——2022-10-31

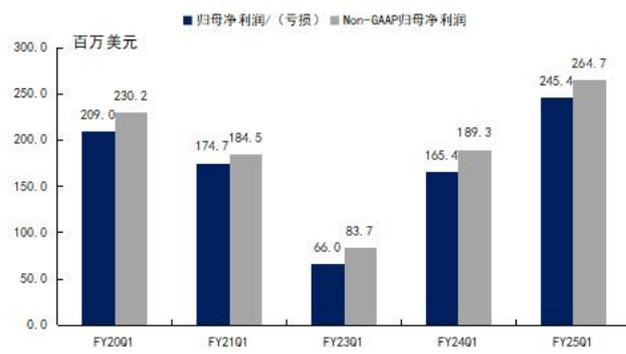
FY2025Q1 教育收入同增 34%合预期，盈利能力继续改善。 FY2025Q1，净营收 14.35 亿美元，同比+30.5%，若剔除东方甄选影响，净营收 12.78 亿美元，同比+33.5%，符合 FY2024Q4 季报收入指引（31-34%）；Non-GAAP 经营利润 3.00 亿美元，同比+22.6%，Non-GAAP 经营利润率 20.9%，同比-1.9pct，与彭博预期一致；Non-GAAP 归母净利润 2.65 亿美元，同比+39.85%，优于彭博一致预期（+36.08%），Non-GAAP 归母净利润率 18.44%，净利润率继续改善。

图1: 新东方 FY2020-2025Q1 净营收及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 新东方 FY2020-2025Q1 归母及经调整净利润

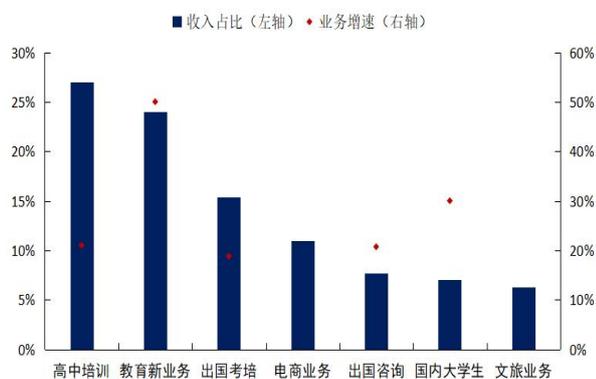


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

教育新业务延续强劲增长，海外备考咨询&高中增速相对稳健。 FY2025Q1，留学考培收入占比约 15.3%，同比增 18.8%，留学咨询业务收入占比约 7.7%，同比增约 20.7%，延续上个季度（国外整体+18%）以来稳健表现；国内大学生培训业务收入占比约 7.0%，本季收入同增约 30%，增速环比 F24Q4（+16%）提速明显；高中培训收入占比约 27.0%，同比增约 21.0%，环比上个季度（+27%）降速，预计系部分高端产品需求有所承压所致；教育新业务收入占比约 24.0%，同比增 49.8%，延续强劲增长，教育新业务主要依靠素养培训以及学习机业务驱动，期内非学科素养业务培训人次为 48.4 万，同比增 10.5%，学习机订阅用户人数达 32.3 万人，同比增 78.5%，其中素养培训人次增速环比降速系招生窗口期提前（招生提前至 FY2024Q4 季度）以及内部业务间转化（部分转化为学习机用户）综合所致；电商业务同增 10%；文旅收入约 0.9 亿美元，旺季支撑下已盈利。

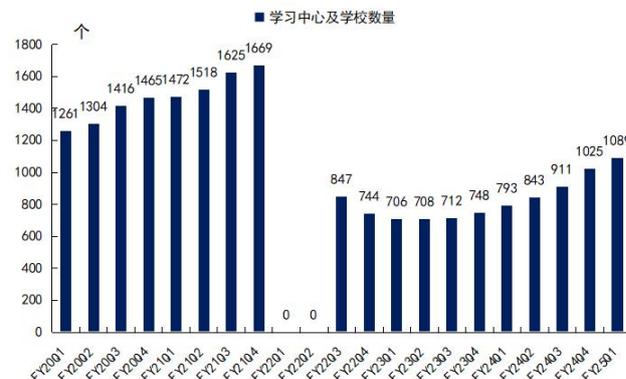
教学点扩张延续快速扩张态势。截至 FY2025Q1 季末，公司学校及学习中心数量达到 1089 间，同比+37%，环比净增 64 间，过去 4 个季度分别环比净增 45/50/68/114 间学习中心，本季度延续快速扩张态势，全年 20-25% 产能扩张预期可达成率高。

图3: FY2025Q1 新东方各项业务净营收占比及对应增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 新东方季度末学习中心及学校数量



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

注：部分业务系国信社服估算

成本费用控制效果良好。FY2025Q1，营业成本占比为 40.7%，同比+0.6pct；管理费用率 25.4%，同比-3.4pct，规模效应带动；销售费用率为 13.5%，同比+1.2pct，预计系整合文旅业务开支增加。整体而言，规模效应带动下成本费率控制相对良好。

本季度期末递延收入同增 24%。FY2025Q1 期末，公司递延收入为 17.33 亿美元，同比+23.7%，环比 FY2024Q4 期末递延收入增速（+33.1%）降速，预计系前文所提及的 K9 素养培训招生窗口提前影响。

图5：新东方 FY2020-2025Q1 成本费用占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：新东方分季度递延收入数据



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

FY2025Q2 剔除东方甄选收入预计同增 25-28%。公司预计 FY2025Q2 实现收入 8.51-8.72 亿美元，同比增 25-28%。我们分析二季度公司教育新业务与国内大学生有望继续呈现快速增长，出国业务与高中业务增长则相对平稳。此外，考虑到二季度为文旅业务传统淡季，教育业务利润率虽边际会继续改善，但整体经营利润率同比预期会有小幅下滑。

投资建议：报告期内教育新业务及国内大学生业务维持强劲增长态势，表征需求依旧旺盛，国外考培咨询和高中业务增速虽小幅度降速，但公司已针对性推出更高性价比产品以应对外部需求变化。且整体而言教培行业仍处于高景气发展阶段，优质供给短缺的供需格局仍未改变，我们同样观察到公司教育主业利润率如预期处于上行通道中。综合以上所述，我们维持 FY2025-2027 财年收入预测 51.13/64.14/78.93 亿美元，Non-GAAP 净利润 5.28/7.96/10.93 亿美元，对应 PE 估值为 19/13/9x，公司仍系教培板块质地最优标的，维持公司“优于大市”评级。

表1：相对估值表

股票代码	股票简称	收盘价	归母净利润 (百万元)			EPS (元/股)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
000526.SZ	学大教育	46.03	253	333	434	2.05	2.70	3.52	22	17	13

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2019	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2019	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1663	1389	2128	2822	3750	营业收入	2998	4314	5113	6414	7893
应收款项	243	344	462	580	714	营业成本	1409	2051	2352	2886	3473
存货净额	53	93	31	39	47	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	122	177	20	26	32	销售费用	1644	1425	1023	1283	1579
流动资产合计	4414	5389	6028	7529	9417	管理费用	1277	1855	1350	1533	1768
固定资产	360	508	500	493	486	财务费用	(14)	36	(8)	(12)	(16)
无形资产及其他	570	777	582	388	194	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	160	295	295	295	295	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	723	563	563	613	663	其他收入	1621	1488	252	254	257
资产总计	6392	7532	7969	9319	11055	营业利润	301	435	648	978	1346
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	205	246	440	503	561	利润总额	301	435	648	978	1346
其他流动负债	2046	2755	2547	3102	3737	所得税费用	66	110	97	147	202
流动负债合计	2251	3001	2987	3606	4298	少数股东损益	58	16	23	35	48
长期借款及应付债券	15	14	14	14	14	归属于母公司净利润	177	310	528	796	1096
其他长期负债	312	467	367	267	167	现金流量表(百万元)	2019	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	327	482	382	282	182	净利润	177	310	528	796	1096
负债合计	2578	3483	3369	3888	4480	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	210	273	296	332	380	折旧摊销	346	492	252	254	257
股东权益	3604	3776	4304	5100	6196	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	6392	7532	7969	9319	11055	财务费用	(14)	36	(8)	(12)	(16)
关键财务与估值指标	2019	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	175	573	(14)	389	445
每股收益	0.11	0.19	0.32	0.49	0.67	其它	58	16	23	35	48
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	757	1391	788	1474	1845
每股净资产	2.18	2.28	2.63	3.12	3.79	资本开支	0	(183)	(50)	(52)	(55)
ROIC	-25%	-13%	37%	-68%	-64%	其它投资现金流	709	(1052)	0	(677)	(813)
ROE	5%	8%	12%	16%	18%	投资活动现金流	277	(1075)	(50)	(780)	(918)
毛利率	53%	52%	54%	55%	56%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-44%	-24%	8%	11%	14%	负债净变化	(51)	(0)	0	0	0
EBITDA Margin	-33%	-12%	13%	15%	17%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	-3%	44%	19%	25%	23%	其它融资现金流	(417)	(588)	0	0	0
净利润增长率	-115%	75%	71%	51%	38%	融资活动现金流	(519)	(589)	0	0	0
资产负债率	44%	50%	46%	45%	44%	现金净变动	514	(274)	738	694	928
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	1149	1663	1389	2128	2822
P/E	57.4	32.9	19.0	12.6	9.2	货币资金的期末余额	1663	1389	2128	2822	3750
P/B	25.8	24.6	21.3	18.0	14.8	企业自由现金流	0	122	518	1196	1559
EV/EBITDA	(115)	(219)	177	118	86	权益自由现金流	0	(494)	525	1206	1572

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032