

# 新东方-S (09901.HK)

## FY2025Q1 季报点评: 核心业务收入符合预期, 看好利润率长期改善空间

买入 (维持)

2024年10月29日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002  
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理 张文雨

执业证书: S0600123070071  
zhangwy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业总收入 (百万美元)	2998	4314	5401	6380	7392
同比(%)	(3.46)	43.89	25.22	18.12	15.86
归母净利润 (百万美元)	177.34	309.59	454.33	535.64	650.06
同比(%)	114.93	74.57	46.75	17.90	21.36
Non-GAAP 归母净利润 (百万美元)	258.91	381.12	489.12	604.98	724.09
同比(%)	(124.75)	47.20	28.34	23.69	19.69
EPS-最新摊薄 (美元/股)	0.11	0.19	0.28	0.33	0.40
P/E (现价最新摊薄)	59.63	34.16	23.28	19.74	16.27
PE (Non-GAAP 归母净利润)	40.85	27.75	21.62	17.48	14.61

### 投资要点

■ **事件: 公司发布 FY2025Q1 (即 2024 年 6~8 月) 季度业绩。** FY2025Q1 总收入同比增长 30.5% 至 14.4 亿美元; 不含东方甄选及直播电商的总收入同比增长 33.5% 至 12.8 亿美元, 符合业绩指引。经营利润同比增长 42.9% 至 2.9 亿美元; 不含东方甄选及直播电商的经营利润同比增长 58.4% 至 3.0 亿美元, 经营利润率提升 3.7pct 至 23.7%。归母净利润同比增长 48.4% 至 2.5 亿美元; Non-GAAP 归母净利润同比增长 39.8% 至 2.6 亿美元。经营性现金净流入为 1.8 亿美元, 资本支出为 8020 万美元。

■ **收入连续九个季度达到目标, 其中教育新业务延续强劲增势, 文旅业务收入快速增长。** FY2024Q1~FY2025Q1, 公司营收连续九个季度达到指引。分业务来看: FY25Q1 出国考试准备和出国咨询业务收入分别同比增长 18.8% 和 20.7%; 成人及大学生国内考试准备业务收入同比增长 30.4%; 教育新业务营收同比增长 49.8%。本季度教育新业务营收延续高双位数增长, 其中非学科辅导业务在近 60 个城市开展非学科辅导业务, 报名人数同比增长 11% 至 48.4 万人; 增速放缓主要系此前暑期招生开启时间较早, 若合并 FY24Q4 和 FY25Q1 两个季度, 非学科辅导报名人数合计为 136 万人, 同比增长 27%。本季度智能学习系统及设备在约 60 个城市中采用, 本季度活跃付费用户同比增长 77% 至 32.3 万人。

■ **利润率阶段性承压, 看好新开网点利润率逐步改善。** FY2025Q1 公司毛利率同比下降 1pct 至 59%, Non-GAAP 经营利润率同比下降 1pct 至 21%, 利润率下滑主要系文旅业务投入、东方甄选影响, 以及新开网点需要一段时间进行利润率爬坡。截至 2024/8/31, 学校和学习中心数量总数为 1089 所, 与 2024/5/31 相比增加了 64 所, 与 2023/8/31 相比增加了 296 所。公司预计 FY2025 全年, 学校和学习中心总数将增长 20%~25%。我们认为教育业务利润率有望随着网点利用率的提升而提升, 对长期利润率改善保持乐观。

■ **盈利预测与投资评级:** 公司教育业务营收符合预期, 利润阶段性承压, 主要系到文旅业务及电商业务的拖累, 以及前期开设网点速度较快所产生的成本。我们将公司 FY2025-2026 年 Non-GAAP 归母净利润从 5.0/6.1 亿美元下调至 4.9/6.0 亿美元, 并维持 FY2027 年 Non-GAAP 归母净利润为 7.2 亿美元, 当前股价对应 FY2025-2027 年 PE (Non-GAAP 归母净利润口径) 分别为 22/17/15 倍 (按照 2024/10/28 美元兑港元汇率 7.7733 换算)。我们认为随着公司网点利润率逐步爬坡, 以及 OMO 应用范围扩大, 有望拉动整体利润率逐步改善, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 人才流失和品牌信誉风险, 教育行业竞争加剧风险, 新业务拓展不及预期风险

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(港元)	48.60
一年最低/最高价	44.50/77.05
市净率(倍)	20.18
港股流通市值(百万港元)	79,475.01

### 基础数据

每股净资产(美元)	2.41
资产负债率(%)	45.01
总股本(百万股)	1,635.29
流通股本(百万股)	1,635.29

### 相关研究

《新东方-S(09901.HK): FY24Q4 季报点评: 教育业务增长强劲, 与辉同行出表影响有限》

2024-08-04

《新东方-S(09901.HK): FY2024Q3 财报点评: 维持盈利预测, 快速扩张带来长期增长弹性》

2024-04-29

## 内容目录

1. 收入连续九个季度达到目标，教育新业务延续强劲增势 .....	3
2. 利润率阶段性承压，看好新开网点利润率逐步改善 .....	5
3. 注重股东回报，多次进行股票回购 .....	6
4. 盈利预测及投资建议 .....	6
5. 风险提示 .....	6

## 图表目录

图 1: FY24Q1-FY25Q1 新东方分业务收入同比增速 .....	4
图 2: 新东方非学科培训报名人数及 yoy.....	4
图 3: 智能学习系统及设备活跃付费用户数及 yoy.....	4
图 4: 2007 年至今的新东方学校及学习中心数量（所） .....	5
图 5: 新东方毛利率及 Non-GAAP 经营利润率趋势 .....	5
图 6: 新东方股票回购金额统计（百万美元） .....	6
表 1: FY24Q1~FY25Q2 新东方收入增速指引和实际值对比 .....	3

## 1. 收入连续九个季度达到目标，教育新业务延续强劲增势

公司发布季度业绩。FY2025Q1 总收入同比增长 30.5%至 14.4 亿美元；不含东方甄选及直播电商的总收入同比增长 33.5%至 12.8 亿美元，符合此前业绩指引（此前指引为 12.5~12.8 亿美元）。对于 FY25Q2（24 年 9 月-11 月）：公司预计总收入将为 8.5~8.7 亿美元（不含东方甄选自有品牌产品和直播业务产生的收入），同比增长 25%~28%。

利润方面：FY2025Q1 经营利润同比增长 42.9%至 2.9 亿美元；不含东方甄选及直播电商的经营利润同比增长 58.4%至 3.0 亿美元，经营利润率同比提升 3.7pct 至 23.7%。Non-GAAP 经营利润同比增长 22.6%至 3.0 亿美元，不含东方甄选及直播电商的 Non-GAAP 经营利润同比提升 2.2pct 至 24.4%。归母净利润同比增长 48.4%至 2.5 亿美元；Non-GAAP 归母净利润同比增长 39.8%至 2.6 亿美元。

现金流方面：FY2025Q1 经营性现金净流入为 1.8 亿美元，当季资本支出为 8020 万美元。

**收入连续九个季度达到目标，本季度核心业务符合预期。** FY2025Q1 总收入同比增长 30.5%至 14.4 亿美元；不含东方甄选及直播电商的总收入同比增长 33.5%至 12.8 亿美元，符合此前业绩指引（此前指引为 12.5~12.8 亿美元）。对于 FY25Q2，公司预计收入增速（不含东方甄选和直播电商业务）将为 25%~28%。**过去九个季度，公司收入增速均达到指引目标。**

**表1: FY24Q1~FY25Q2 新东方收入增速指引和实际值对比**

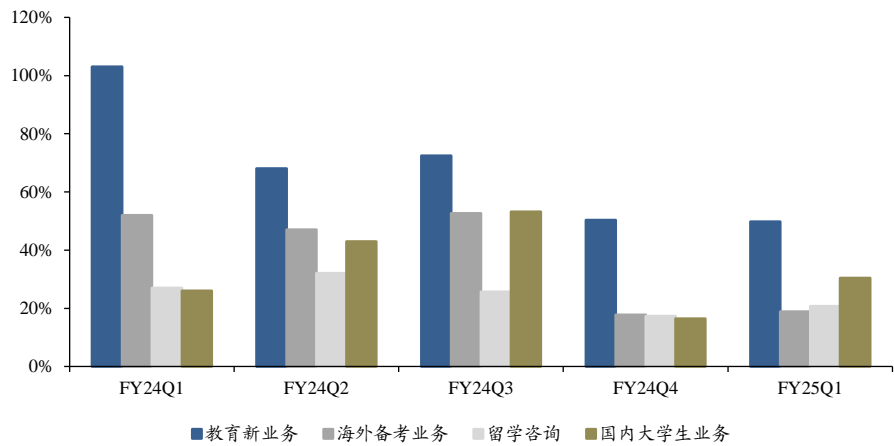
	收入同比增速指引	收入同比增速实际值
FY23Q1	下滑 51%~下滑 48%	-43%
FY23Q2	下滑 9%~下滑 6%	-3%
FY23Q3	14%~17%	18%
FY23Q4	53%~57%	64%
FY24Q1	32%~35%	48%
FY24Q2	23%~26%	36%
FY24Q3	35%~42%	60%
FY24Q4	28%~31%	32%
FY25Q1	31%~34%	34%
FY25Q2	25%~28%	

数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

注：FY2023~FY2024 数据口径均为总收入增速，FY25Q1~FY25Q2 数据口径为不含东方甄选和直播电商业务的剩余业务收入增速

分业务来看，教育新业务延续强劲增长势头，文旅业务贡献增量收入。FY25Q1 出国考试准备业务收入和出国咨询业务收入分别同比增长约 18.8%和 20.7%；成人及大学生的国内考试准备业务收入同比增长约 30.4%；教育新业务在本季度维持强劲增长势头，营收同比增长 49.8%；文旅业务（包括旅游、研学营地等）收入同比增长超 2 倍；东方甄选及直播电商收入同比增长 10%至为 1.6 亿美元。

图1: FY24Q1-FY25Q1 新东方分业务收入同比增速

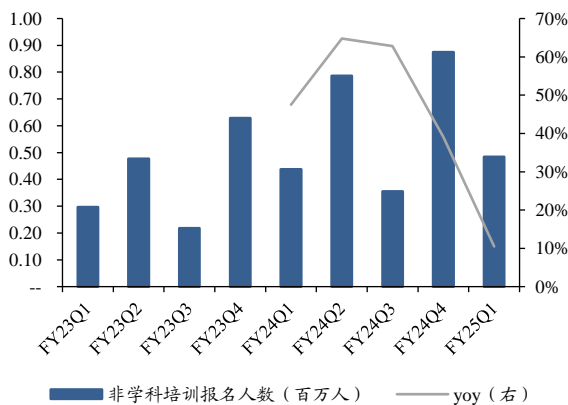


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

FY25Q1 非学科辅导业务在近 60 个城市开展，本季度报名人数同比增长 11%至 48.4 万人，增速放缓主要系公司在今年提前打开暑期报名窗口，因此较多学生在 FY24Q4 进行报名。如果将 FY24Q4 和 FY25Q1 合并起来看，两个季度里的非学科辅导报名人数合计为 136 万人，同比（与 FY23Q4 和 FY24Q1 两个季度合计值为 107 万人）增长 27%。

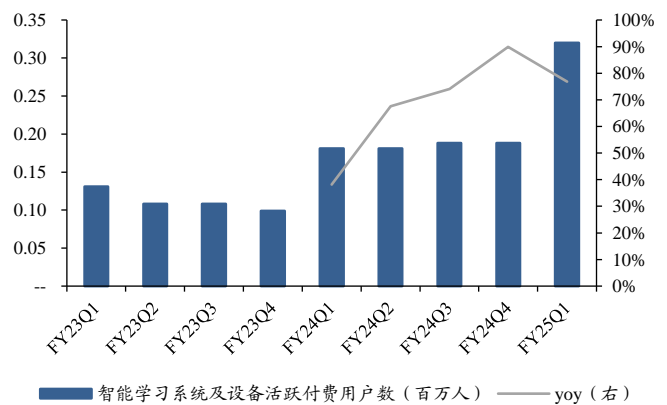
FY25Q1 智能学习系统及设备亦在约 60 个城市中采用，本季度活跃付费用户同比增长 77%至 32.3 万人，延续此前快速增长趋势。

图2: 新东方非学科培训报名人数及 yoy



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

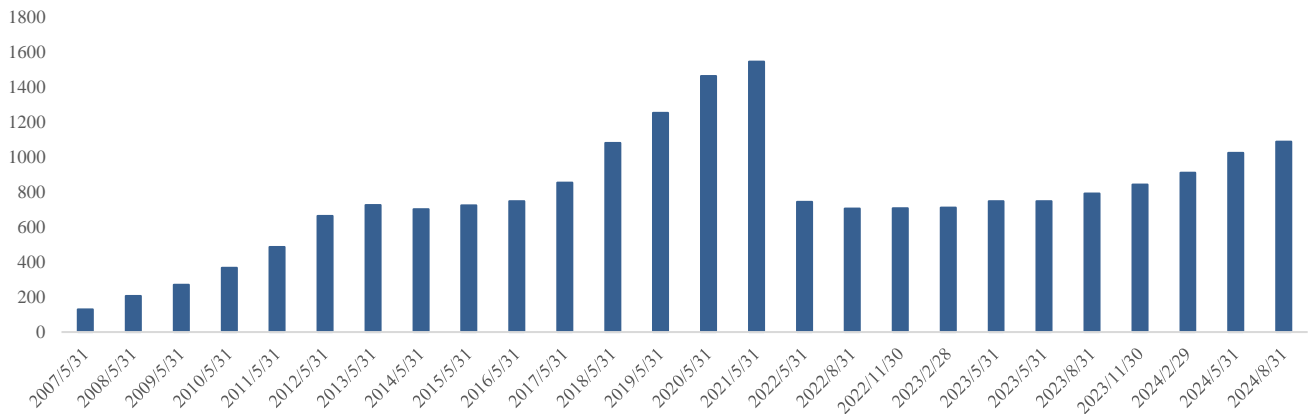
图3: 智能学习系统及设备活跃付费用户数及 yoy



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

截至 2024/8/31, 学校和学习中心总数为 1089 所(其中, 学校数量 80 所), 与 2024/5/31 的 1025 所和 2023/8/31 的 793 所相比, 分别增加了 64 所(增长 6%)和 296 所(增长 37%)。相比于 2021/5/31 的 1547 所, 已恢复 70.4%。公司预计 FY2025 全年学校和学习中心总数将增长 20%~25%。

图4: 2007 年至今的新东方学校及学习中心数量(所)

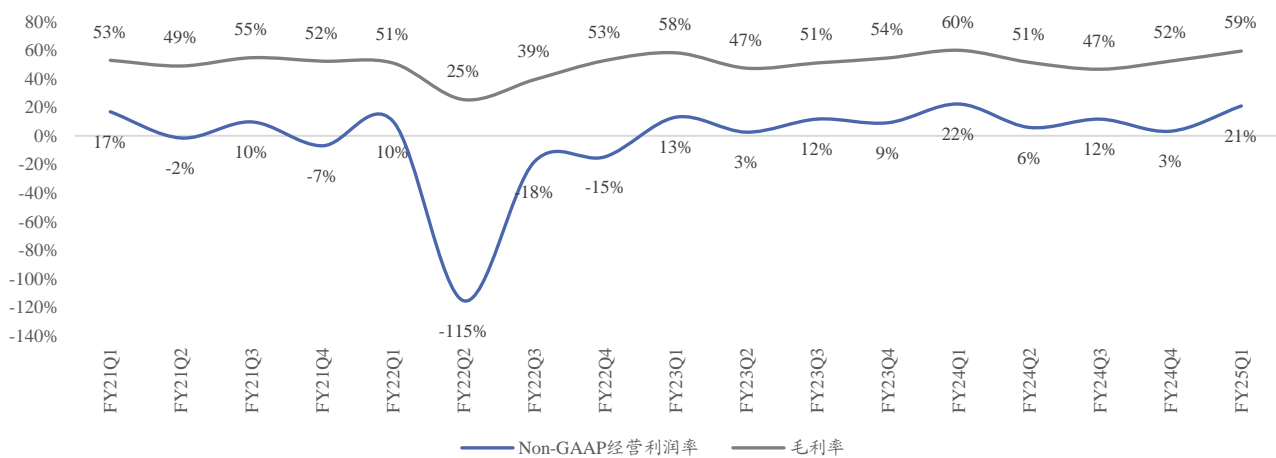


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2. 利润率阶段性承压, 看好新开网点利润率逐步改善

FY2025Q1 公司毛利率同比下降 1pct 至 59%、Non-GAAP 经营利润率同比下降 1pct 至 21%, 主要系旅游业务及东方甄选的影响。文旅业务中, 旅游业务为 2023Q4 新拓展业务, 目前尚处在投入阶段, 公司预计全年维度旅游业务或出现一定亏损。东方甄选及直播电商业务方面, 根据计算, FY25Q1 收入为 1.6 亿美元, 经营利润为-0.1 亿美元, 经营利润率为-6%; Non-GAAP 经营利润为-0.1 亿美元, Non-GAAP 经营利润率为-8%。

图5: 新东方毛利率及 Non-GAAP 经营利润率趋势

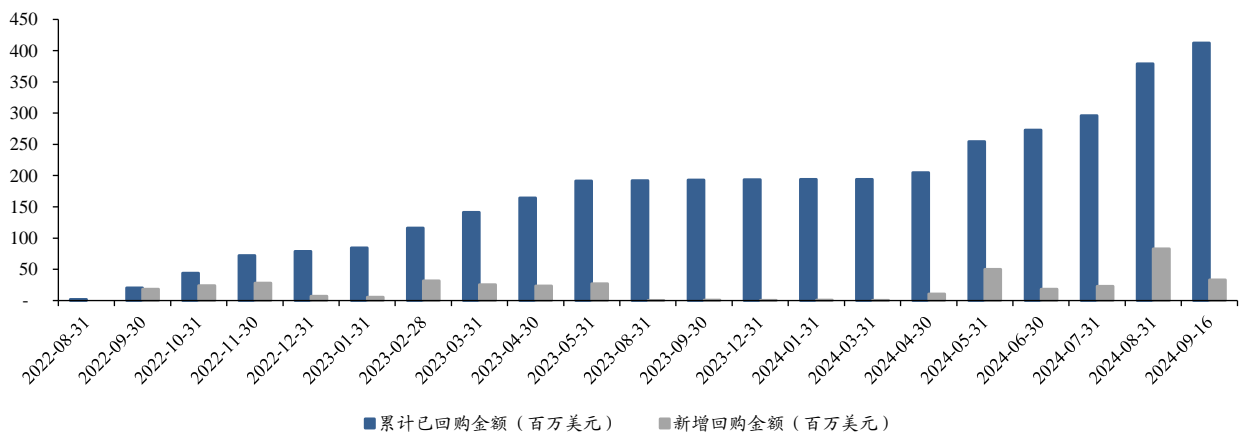


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3. 注重股东回报，多次进行股票回购

公司注重股东回报，多次进行股票回购。新东方董事会在 2022 年 7 月授权一项股份回购计划，授权公司在未来 12 个月内回购金额不超过 4 亿美元的公司美国存托股或普通股。公司董事会进一步批准延长其股份回购计划的有效期至 2025/5/31，并将公司授权回购的股份总价值从 4 亿美元增加至 7 亿美元。截至 2024/10/22，公司根据股份回购计划在公开市场累计回购约 980 万股美国存托股，总值约 4.579 亿美元。

图6：新东方股票回购金额统计（百万美元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 4. 盈利预测及投资建议

公司教育业务营收符合预期，利润阶段性承压，主要系到文旅业务及电商业务的拖累，以及前期开设网点速度较快所产生的成本。我们将公司 FY2025-2026 年 Non-GAAP 归母净利润从 5.0/6.1 亿美元下调至 4.9/6.0 亿美元，并维持 FY2027 年 Non-GAAP 归母净利润为 7.2 亿美元，当前股价对应 FY2025-2027 年 PE (Non-GAAP 归母净利润口径) 分别为 22/17/15 倍 (按照 2024/10/28 美元兑港元汇率 7.7733 换算)。我们认为随着公司网点利润率逐步爬坡，以及 OMO 应用范围扩大，有望拉动整体利润率逐步改善，维持“买入”评级。

### 5. 风险提示

**人才流失和品牌信誉风险：**公司业务在一定程度上依赖于名师资源和品牌信誉。若公司人才资源流失，或出现较多负面新闻，则会对后续招生产生不利影响。

**教育行业竞争加剧风险：**教育行业分散且竞争激烈，公司在各课程门类和经营地区均面临竞争。竞争加剧有可能对公司的收入和利润率产生不利影响。

**新业务拓展不及预期风险：**新东方的非学科培训、智慧教育和文旅业务，以及子公司东方甄选的直播电商尚处于起步期，未来发展情况存在较大不确定性。

## 新东方-S 三大财务预测表

资产负债表 (百万美元)					利润表 (百万美元)				
	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E		FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>流动资产</b>	<b>5,388.88</b>	<b>6,390.01</b>	<b>7,285.08</b>	<b>8,347.80</b>	<b>营业总收入</b>	<b>4,313.59</b>	<b>5,401.40</b>	<b>6,380.02</b>	<b>7,392.11</b>
现金及现金等价物	1,389.36	2,236.80	2,997.25	3,922.64	营业成本	2,050.96	2,544.01	2,907.13	3,240.52
应收账款及票据	29.69	37.18	43.91	50.88	销售费用	660.59	896.57	1,110.09	1,335.57
存货	92.81	115.12	131.55	146.63	管理费用	1,251.62	1,495.95	1,796.73	2,099.63
其他流动资产	3,877.02	4,000.92	4,112.37	4,227.64	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	<b>2,142.80</b>	<b>2,388.64</b>	<b>2,747.44</b>	<b>3,106.95</b>	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	507.98	651.75	793.03	933.73	<b>经营利润</b>	<b>350.43</b>	<b>464.88</b>	<b>566.07</b>	<b>716.39</b>
商誉及无形资产	776.54	955.76	1,136.33	1,318.19	利息收入	153.59	48.63	78.29	104.90
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	0.30	0.00	0.00	0.00
其他长期投资	563.18	598.99	634.81	670.62	其他收益	(68.81)	52.06	61.84	73.92
其他非流动资产	295.10	182.14	183.27	184.40	<b>利润总额</b>	<b>434.91</b>	<b>565.57</b>	<b>706.20</b>	<b>895.21</b>
<b>资产总计</b>	<b>7,531.67</b>	<b>8,778.66</b>	<b>10,032.52</b>	<b>11,454.74</b>	所得税	109.69	124.42	155.37	196.95
<b>流动负债</b>	<b>3,000.86</b>	<b>3,756.38</b>	<b>4,431.91</b>	<b>5,128.38</b>	<b>净利润</b>	<b>325.22</b>	<b>441.14</b>	<b>550.84</b>	<b>698.27</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	15.63	(13.18)	15.20	48.20
应付账款及票据	105.68	131.09	149.80	166.98	<b>归属母公司净利润</b>	<b>309.59</b>	<b>454.33</b>	<b>535.64</b>	<b>650.06</b>
其他	2,895.17	3,625.29	4,282.12	4,961.41	EBIT	281.62	516.94	627.92	790.31
<b>非流动负债</b>	<b>481.80</b>	<b>504.64</b>	<b>504.64</b>	<b>504.64</b>	EBITDA	328.12	566.46	678.59	840.26
长期借款	14.40	14.40	14.40	14.40	Non-GAAP 归母净利润	381.12	489.12	604.98	724.09
其他	467.40	490.23	490.23	490.23					
<b>负债合计</b>	<b>3,482.66</b>	<b>4,261.01</b>	<b>4,936.55</b>	<b>5,633.02</b>					
股本	1.70	1.70	1.70	1.70	<b>主要财务比率</b>	<b>FY2024A</b>	<b>FY2025E</b>	<b>FY2026E</b>	<b>FY2027E</b>
少数股东权益	273.08	259.90	275.10	323.30	每股收益(美元)	0.19	0.28	0.33	0.40
归属母公司股东权益	3,775.93	4,257.75	4,820.88	5,498.42	每股净资产(美元)	2.29	2.60	2.95	3.36
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,531.67</b>	<b>8,778.66</b>	<b>10,032.52</b>	<b>11,454.74</b>	发行在外股份(百万股)	1,635.29	1,635.29	1,635.29	1,635.29
					ROIC(%)	5.34	9.38	10.16	11.26
					ROE(%)	8.20	10.67	11.11	11.82
					毛利率(%)	52.45	52.90	54.43	56.16
					销售净利率(%)	7.18	8.41	8.40	8.79
					资产负债率(%)	46.24	48.54	49.21	49.18
					收入增长率(%)	43.89	25.22	18.12	15.86
					归母净利润增长率(%)	74.57	46.75	17.90	21.36
					P/E	34.16	23.28	19.74	16.27
					P/B	2.82	2.48	2.19	1.92
					EV/EBITDA	36.75	14.75	11.19	7.94

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为美元,美元兑港元汇率为2024年10月28日的7.7733,预测均为东吴证券研究所预测。

美元兑港元汇率为2024年10月28日的7.7733,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>