

2024年11月02日

新东方 (EDU. N)

投资评级：增持（维持）

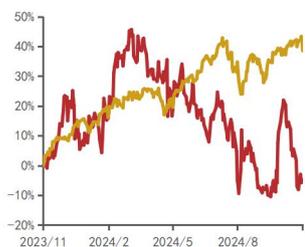
——利润率修复已现端倪，素质教育新业务延续高增速

证券分析师

朱芸
SAC: S1350524070001
zhuyun@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



— 新东方 — 纳斯达克指数

基本数据 2024年10月31日

收盘价 (美元)	62.6
一年内最高/最低 (美元)	98.2/58.6
总市值 (百万美元)	10236.91
总股本 (百万股)	164
资产负债率 (%)	45.01

资料来源：ifind 数据

投资要点：

- **事件：**2024年10月23日，新东方发布2025年一财季业绩，FY25Q1营收达14.4亿美元，同比增长30.5%；Non-GAAP归母净利润2.65亿美元，同比增长39.8%。
- **升学季支撑强劲教育需求，教育业务利润率持续修复。**教育业务在2025财年一季度延续旺盛增长，营收同比增长33.5%至12.78亿美元。公司本季度核心教育业务经营利润率为23.7%，同比增长370bps，Non-GAAP经营利润率为24.4%，同比增长220bps。市场、销售和管理费用率为38.9%，较FY24Q1减少2.31pct，净利润延续修复态势。期末在手现金及等价物余额11.5亿美元，支撑公司扩张教育业务需求。
- **学习中心和招生人数变化存在时间差，活跃付费用户增长亮眼，运营杠杆效应待放大。**新东方加快线下开店布局，截至本季度末，学校及学习中心的总数增加至1089间，较上一季度增加门店64间，其中学校总数80间（同比-3.6%），学习中心数量1009间（同比+42.1%）。同时，智能学习系统用户需求火热，本财季活跃付费用户达32.3万名，同比增加78.5%。
- **海外留学增速回归平缓，素质教育新业务延续高增速。**分各业务看，新东方留学备考和出国咨询业务在2025财年Q1增速放缓，营收分别同比增长18.8%和20.7%，较上一季度增长速率略有提升。考虑到留学业务在后疫情时代增长显著，预计出国留学需求仍有反弹空间。成人及大学生国内考试准备业务营收同比增长30.4%。非学科教育需求仍然旺盛，教育新业务营收同比增长49.8%，延续高增速。本季度非学科类报名人数为48.4万人，同比增长10.5%。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2025-2027年经调整归母净利润分别为5.02/6.42/7.40亿美元，同比增速分别为31.8%/27.9%/15.3%。考虑到新东方双减后多线并行，新教育业务进入新的增长周期，市场份额稳定且新开门店持续增长，预期全年延续高增速，当前股价对应的PE分别为20/16/14倍。维持“增持”评级。
- **风险提示：**素质教育业务需求不及预期；素质教育行业竞争加剧；教育政策变动风险。

盈利预测与估值 (美元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万美元)	2997.76	4313.59	5332.30	6490.54	7403.48
同比增长率 (%)	-3.46%	43.89%	23.62%	21.72%	14.07%
经调整归母净利润 (百万美元)	258.91	381.12	502.17	642.20	740.47
同比增长率 (%)	124.75%	47.20%	31.76%	27.89%	15.30%
每股收益 (美元/股)	0.11	0.19	0.31	0.39	0.45
ROE (%)	7.18%	10.09%	11.94%	13.47%	13.66%
市盈率 (P/E)	34.90	42.42	20.26	15.85	13.74

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
	单位：美元(百万)					单位：美元(百万)			
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,314	5,332	6,491	7,403	货币资金	1,389	1,270	1,581	2,092
增长率	43.9%	23.6%	21.7%	14.1%	应收款项	344	418	508	578
营业成本	2,051	2,506	3,018	3,420	存货	93	104	117	124
%销售收入	47.5%	47.0%	46.5%	46.2%	其他流动资产	3,563	3,872	4,100	4,258
毛利	2,263	2,826	3,472	3,983	流动资产	5,389	5,665	6,306	7,052
%销售收入	52.5%	53.0%	53.5%	53.8%	权益性投资	0	200	191	183
其他收入	0	0	0	0	固定资产	508	563	609	646
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	777	827	877	927
销售费用	661	800	974	1,111	非流动资产	2,143	2,523	2,616	2,705
%销售收入	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%	资产总计	7,532	8,188	8,922	9,757
管理费用	1,252	1,600	1,915	2,184	应付款项	106	87	110	120
%销售收入	29.0%	30.0%	29.5%	29.5%	短期借款	0	0	0	0
研发费用	0	0	0	0	其他流动负债	2,895	3,105	3,237	3,392
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	流动负债	3,001	3,192	3,347	3,512
财务费用	-153	-90	-85	-96	长期债务	14	14	14	14
%销售收入	-3.6%	-1.7%	-1.3%	-1.3%	其他长期负债	467	490	490	490
息税前利润 (EBIT)	282	429	605	706	非流动负债	482	505	505	505
%销售收入	6.5%	8.0%	9.3%	9.5%	负债总计	3,483	3,696	3,851	4,017
投资收益	-59	-51	-44	-57	归属母公司股东权益	3,776	4,206	4,769	5,422
%税前利润	-13.6%	-9.9%	-6.3%	-7.1%	少数股东权益	273	286	302	318
除税前利润	435	519	690	802	负债股东权益合计	7,532	8,188	8,922	9,757
利润率	10.1%	9.7%	10.6%	10.8%					
所得税	110	104	138	160					
所得税率	25.2%	20.0%	20.0%	20.0%					
净利润(含少数股东损益)	325	415	552	642					
少数股东损益	16	12	17	16					
Non-gaap归母净利润	381	502	642	740					
增长率	47.2%	31.8%	27.9%	15.3%					
净利率	8.8%	9.4%	9.9%	10.0%					
现金流量表									
	单位：美元(百万)								
	2024A	2025E	2026E	2027E					
净利润	310	402	535	626					
少数股东损益	16	12	17	16					
营运资金变动	530	95	24	81					
其他变动	267	64	54	68					
经营活动现金流量净额	1,123	574	630	790					
资本开支	0	-170	-170	-170					
投资	0	-689	-197	-152					
其他	-1,154	139	21	17					
投资活动现金流量净额	-1,154	-720	-346	-305					
股权募资	-59	0	0	0					
债权募资	0	0	0	0					
其他	-101	-1	-1	-2					
筹资活动现金流量净额	-160	-1	-1	-2					
现金净变动	-216	-119	310	511					

来源：公司公告，华源证券研究所

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。