

暑期旺季教育业务利润率提升，教学网点稳健扩张

核心观点

FY25Q1 (2024/06/01-2024/08/31) 公司营收 14.35 亿美元/+30.5%，其中教育主业营收 12.78 亿美元/+33.5% (此前指引为 12.55-12.84 亿美元，同比+31%至 34%)，教育业务仍保持强劲增长。其中：FY25Q1 出国考培、出国咨询、国内考试业务分别同比+18.8%、+20.7%、+30.4%，教育新业务同比+49.8%。FY25Q1 公司不含东方甄选业务的 Non-GAAP 经营利润率为 24.4%/+2.2pct。教育教学点扩张稳健，截至 2024 年 8 月 31 日，公司学校及学习中心数量 1089 个、环比上个季度增加 64 个。

后续展望：①维持 FY25 全年学习网点开拓目标为 20%-25%；②预计 FY25Q2 非甄选业务营收同比增速 25%至 28%，文旅、电商等业务成本相对刚性，对于整体利润率或有拖累，预计教育业务利润率仍可保持稳定；③预计全年维度教育业务营收增速可在 30%+、教育业务利润率有望稳健向上。

事件

公司发布 25 财年一季度业绩：FY25Q1 营收 14.35 亿美元/+30.5%；归母净利润 2.45 亿美元/+48.4%；经营利润为 2.93 亿美元/+42.9%；Non-GAAP 净利润 2.65 亿美元/+48.4%；Non-GAAP 经营利润为 3.00 亿美元/+22.6%。

注：FY25 对应日期为 2024/6/01-2025/05/31；FY25Q1 对应日期为 2024/06/01-2024/08/31。

简评

FY25Q1 营收较快增长、预估高端一对一增速放缓，暑期旺季下教育业务利润率提升 2pct。FY25Q1 公司营收 14.35 亿美元/+30.5%，其中教育主业营收 12.78 亿美元/+33.5% (此前指引为 12.55-12.84 亿美元，同比+31%至 34%)，教育业务仍保持强劲增长。其中：1) 传统教育业务：FY25Q1 出国考培、出国咨询、国内考试业务分别同比+18.8%、+20.7%、+30.4%，预估营收占比约 11%、11%、7%，其中留学、高中业务增速放缓主要是由于高端 1 对 1 业务需求有所减弱；2) 教育新业务：FY25Q1 营收同比+49.8%、营收占比约 24%，其中教育新业务中非学科和智能硬件业务同比维持 50%+高增态势，非学科培训季度招生 48.4 万人次/+11%，主要由于今年较早开启暑期招生，智能学习系统及设备 FY2025Q1 活跃付费用户 32.3 万/+78%。FY25Q1 公司不含东方甄选业务的经营利润率、Non-GAAP 经营利润率为 23.7%/+3.7pct、

新东方 (EDU.N)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

发布日期：2024 年 11 月 02 日

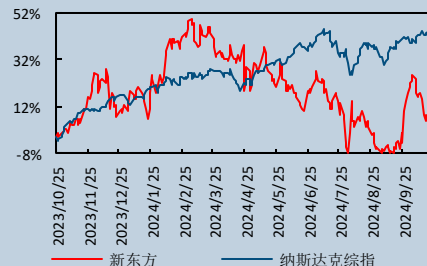
当前股价：62.30 美元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
1.53/-0.93	-19.10/-21.42	0.96/-40.50
12 月最高/最低价 (美元)		96.31/59.17
总股本 (万股)		16,352.88
流通股本 (万股)		16,352.88
总市值 (亿美元)		100.03
流通市值 (亿美元)		100.03
近 3 月日均成交量 (万)		237.01
主要股东		
Michael Minhong Yu		12.20%

股价表现



相关研究报告

24.08.02	【中信建投轻工纺服及教育】新东方 (EDU):FY24Q4 利润短期承压，教学点扩张提速
24.01.26	【中信建投轻工纺服及教育】新东方 (EDU):从复苏到成长，龙头再出发

24.4%/+2.2pct，主要得益于网点利用率提升。

教育教学点扩张稳健，FY25Q2 淡季教育业务营收增速指引环比放缓。截至 2024 年 8 月 31 日，公司学校及学习中心数量 1089 个、环比上个季度增加 64 个，公司指引 FY2025 全年网点扩张 20%-25%（FY24 为 37%），保持稳健扩张。截至 FY25Q1，公司递延收入 17.33 亿美元/+23.7%，公司预计 FY25Q2 非甄选业务营收 8.514-8.718 亿美元，同比增速 25%至 28%，增速环比有所放缓，预计主要系高端 1 对增速有所影响以及公司稳健的扩张态势，根据公司业绩会，预计 FY25Q2 出国相关业务收入同增 20%+、成人及大学生的国内考试准备业务增速 30%+，高中业务增速 20%，新业务增长 45%到 46%。

后续展望，FY25Q2 淡季利润率或有承压，公司 FY25 全年维持 30%以上增速预期。公司教培需求及业务表现仍然稳健，其中：①维持 FY25 全年网点和学习中心扩张目标为 20%-25%；②FY25Q2 为业务淡季，文旅、电商等业务成本相对刚性，对于整体利润率或有拖累，预计教育业务利润率仍可保持稳定；③预计伴随新业务开展以及利用率提升，预计全年维度教育业务营收增速可在 30%+、教育业务利润率有望稳健向上。

盈利预测：基于高端业务有所影响，略下调盈利预测，预计 FY2025-FY2027 营收分别为 50.0、60.0、69.2 亿美元（前值 52.1、61.9、71.2 亿美元），同比+15.8%、+20.2%、+15.3%；Non-GAAP 净利润分别为 5.28、6.84、8.30 亿美元（前值为 5.71、7.21、8.92 亿美元），同增 38.4%、29.6%、21.4%，对应 PE 分别为 19、15、12 倍，维持“买入”评级。预计公司 FY25-FY27 的 OP Margin 分别为 10.5%、11.7%、12.6%，Non GAAP 口径下的 OP Margin 分别为 11.1%、12.3%、13.2%。

注：财年截止到5月底。

风险提示：

1) 政策监管风险：在 K12 教育培训政策从严的背景下，公司严格遵守现有教育法规和政策，贯彻国家“双减政策”，密切关注行业形势变化，后续若政策出现变化，会对公司经营产生影响。

2) 新业务拓展不达预期的风险：公司正在拓展非学科类培训业务以及东方甄选直播电商业务，且新业务处于快速放量阶段，其中新拓展业务营收占比接近 50%，若后续新业务拓展不达预期，或影响公司整体业绩。

3) 运营成本上升的风险：受国家宏观政策因素影响，公司将结合实际情况调整业务经营策略，可能面临品牌重建、课程打磨、教师及员工队伍重新招聘培养、市场重新投入、场地改造、证照更新等问题，可能加大公司运营成本，导致公司利润水平下降的风险。

图 1:EDU 季度财务数据

单位: 亿美元	FY22Q1	FY22Q2	FY22Q3	FY22Q4	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4	FY25Q1
单季度营收	13.09	6.58	6.14	5.24	7.45	6.38	7.54	8.61	11.00	8.70	12.07	11.37	14.35
yoy	32.7%	-25.8%	-48.4%	-56.8%	-43.1%	-3.1%	22.8%	64.2%	47.7%	36.3%	60.1%	32.1%	30.5%
毛利润	6.67	1.67	2.41	2.76	4.33	3.02	3.85	4.69	6.59	4.47	5.63	5.94	8.52
销售费用	1.65	1.12	0.94	0.96	0.99	0.96	1.03	1.48	1.36	1.55	1.61	2.08	1.94
管理费用	4.69	8.22	2.89	2.86	2.56	2.09	2.15	2.73	3.18	2.71	2.88	3.76	3.65
经营利润	0.32	-7.68	-1.41	-1.06	0.78	-0.02	0.66	0.48	2.05	0.21	1.13	0.11	2.93
净利润	0.61	-9.37	-1.22	-1.89	0.66	0.01	0.82	0.29	1.65	0.30	0.87	0.27	2.45
Non-GAAP净利润	1.11	-7.90	-0.96	-1.60	0.84	0.16	0.96	0.62	1.89	0.50	1.05	0.37	2.65
NON-GAAP营业利润	0.76	-3.73	-1.11	-0.77	0.97	0.16	0.88	0.79	2.45	0.51	1.41	0.36	3.00
yoy	-54.5%	-2629.6%	-196.0%	6.5%	28.3%	104.4%	179.0%	202.2%	152.2%	212.2%	60.3%	-53.8%	22.6%
	FY22Q1	FY22Q2	FY22Q3	FY22Q4	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4	FY25Q1
毛利率	50.9%	25.3%	39.3%	52.7%	58.1%	47.3%	51.0%	54.5%	59.9%	51.4%	46.6%	52.3%	59.3%
经营利润率	2.5%	-116.7%	-23.0%	-20.2%	10.5%	-0.4%	8.8%	5.6%	18.6%	2.5%	9.4%	0.9%	20.4%
净利率	4.6%	-142.3%	-19.9%	-36.1%	8.9%	0.1%	10.8%	3.4%	15.0%	3.5%	7.2%	2.4%	17.1%
销售费用率	12.6%	17.1%	15.3%	18.3%	13.3%	15.0%	13.6%	17.2%	12.4%	17.8%	13.4%	18.3%	13.5%
管理费用率	35.9%	124.9%	47.0%	54.6%	34.4%	32.7%	28.6%	31.7%	28.9%	31.1%	23.8%	33.0%	25.4%
Non-GAAP净利率	8.5%	-120.1%	-15.6%	-30.6%	11.2%	2.6%	12.7%	7.2%	17.2%	5.8%	8.7%	3.2%	18.4%
Non-GAAP经营利润率	5.8%	-56.7%	-18.1%	-14.7%	13.0%	2.6%	11.7%	9.1%	22.3%	5.9%	11.7%	3.2%	20.9%
经调整毛利率	51.0%	25.1%	39.3%	52.7%	58.1%	47.3%	51.0%	54.8%	60.3%	52.2%	47.2%	52.4%	59.1%
经调整销售费用率	12.5%	17.7%	15.1%	18.3%	13.2%	14.9%	13.6%	16.7%	11.7%	16.9%	12.9%	17.9%	13.5%
经调整管理费用率	32.7%	119.4%	42.3%	49.1%	31.9%	29.9%	25.8%	29.0%	26.4%	29.4%	22.7%	31.2%	24.7%

数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 2:EDU 年度财务数据

截止日期	2016.5.31	2017.5.31	2018.5.31	2019.5.31	2020.5.31	2021.5.31	2022.5.31	2023.5.31	2024.5.31
单位: 亿美元	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024
营收	14.78	18.00	24.47	30.96	35.79	42.77	31.05	29.98	43.14
yoy	18.6%	21.7%	36.0%	26.5%	15.6%	19.5%	-27.4%	-3.5%	43.9%
经营利润	1.95	2.62	2.63	3.02	3.99	1.49	-9.83	1.90	3.50
归母净利润	2.25	2.74	2.96	2.38	4.13	3.34	-11.88	1.77	3.10
Non-GAAP经营利润	2.42	2.95	3.54	4.11	4.84	3.89	-10.46	2.59	4.73
Non-GAAP净利润	2.16	2.82	3.20	3.77	4.61	1.86	-8.50	2.80	3.81
毛利	8.64	10.50	13.82	17.20	19.90	22.40	13.51	15.88	22.63
销售费用	1.98	2.33	3.24	3.84	4.45	6.01	4.67	4.45	6.61
管理费用	4.71	5.55	7.94	10.34	11.46	14.90	18.67	9.54	12.52
利润率和费用率	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024
净利率	15.2%	15.3%	12.1%	7.7%	11.5%	7.8%	-38.2%	5.9%	7.2%
经营利润率	13.2%	14.6%	10.7%	9.7%	11.1%	3.5%	-31.6%	6.3%	8.1%
Non-GAAP 经营利润率	16.3%	16.4%	14.4%	13.3%	13.5%	9.1%	-33.7%	8.6%	11.0%
Non-GAAP 净利率	14.6%	15.7%	13.1%	12.2%	12.9%	4.4%	-27.4%	9.3%	8.8%
毛利率	58.4%	58.3%	56.5%	55.6%	55.6%	52.4%	43.5%	53.0%	52.5%
管理费用率	31.9%	30.8%	32.5%	33.4%	32.0%	34.8%	60.1%	31.8%	29.0%
销售费用率	13.4%	12.9%	13.2%	12.4%	12.4%	14.0%	15.0%	14.8%	15.3%

数据来源: 公司公告, 中信建投证券

资产负债表(百万美元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,414	5,389	6,137	7,353	8,662
现金	3,141	3,455	3,929	4,702	5,606
应收票据及应收账款合计	33	30	34	41	48
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	211	309	358	431	497
存货	53	93	76	89	102
其他流动资产	976	1,502	1,739	2,090	2,410
非流动资产	1,979	2,143	2,238	2,332	2,425
长期投资	400	356	346	336	326
固定资产	360	508	441	384	323
无形资产	29	23	40	74	99
其他非流动资产	1,191	1,256	1,411	1,538	1,677
资产总计	6,392	7,532	8,375	9,685	11,087
流动负债	2,251	3,001	3,295	3,903	4,451
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	70	106	87	103	118
其他流动负债	2,181	2,895	3,208	3,800	4,334
非流动负债	327	482	529	580	637
长期借款	15	14	14	14	14
其他非流动负债	312	467	514	566	622
负债合计	2,578	3,483	3,823	4,483	5,088
少数股东权益	210	273	278	285	293
股本	2	2	2	2	2
资本公积	1,940	1,870	1,870	1,870	1,870
留存收益	1,663	1,904	2,402	3,045	3,835
归属母公司股东权益	3,604	3,776	4,274	4,917	5,707
负债和股东权益	6,392	7,532	8,375	9,685	11,087

现金流量表(百万美元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	971	1,123	474	760	875
净利润	235	325	503	650	798
折旧摊销	117	107	90	103	116
财务费用	0	0	-110	-129	-154
其他经营现金流	618	691	-8	136	115
投资活动现金流	-37	-1,154	-110	-117	-124
资本支出	11	-405	33	29	23
其他投资现金流	-48	-749	-143	-145	-148
筹资活动现金流	-247	-160	110	129	154
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-51	0	0	0	0
其他筹资现金流	-196	-160	110	129	154
现金净增加额	687	-192	474	772	904

利润表(百万美元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,998	4,314	4,995	6,002	6,921
营业成本	1,409	2,051	2,300	2,722	3,101
其他营业费用	0	0	0	0	0
销售费用	445	661	749	888	1,011
管理费用	954	1,252	1,424	1,693	1,938
营业利润	190	350	522	700	871
财务费用	-114	10	-110	-129	-154
其他经营损益	5	0	0	0	0
利润总额	309	494	632	829	1,025
所得税	66	110	119	168	218
权益法投资的亏损	-7	-59	-10	-10	-10
净利润	235	325	503	650	798
少数股东损益	58	16	5	7	8
归属母公司净利润	177	310	498	644	790
经调整项目	82	72	30	40	40
Non-GAAP营业利润	280	473	552	740	911
Non-GAAP净利润	259	381	528	684	830

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)		43.89	15.80	20.16	15.31
Non-GAAP净利润(%)		47.20	38.44	29.55	21.39
Non-GAAP营业利润(%)		68.99	16.71	34.03	23.21
盈利能力					
毛利率(%)	52.98	52.45	53.95	54.66	55.19
Non-GAAP净利率(%)	8.64	8.84	10.56	11.39	11.99
OP Margin(%)	6.34	8.12	10.45	11.66	12.59
Non-GAAP营业利润率(%)	9.33	10.96	11.05	12.32	13.17
ROE(%)	3.15	6.19	11.64	13.09	13.84
偿债能力					
资产负债率(%)	40.32	46.24	45.65	46.29	45.89
净负债比率(%)	-81.95	-84.97	-86.01	-90.11	-93.21
流动比率	1.96	1.80	1.86	1.88	1.95
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.69	1.43	3.04	3.94	4.83
每股经营现金流(最新摊薄)	5.94	6.87	2.90	4.65	5.35
每股净资产(最新摊薄)	22.04	23.09	26.13	30.07	34.90
估值比率					
P/E (Non-GAAP)	38.37	26.07	18.83	14.53	11.97
P/B	2.76	2.63	2.32	2.02	1.74
EV/EBITDA	-4.31	-2.34	-1.72	-1.64	-1.78

数据来源: wind, 中信建投

分析师介绍

叶乐

中信建投证券轻工纺服&教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2016年加入中信建投证券研究发展部，2017年“新财富”中小市值最佳分析师第3名团队成员，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺服第4、家居第5。目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

黄杨璐

中信建投证券轻工纺服&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，专注于家居、黄金珠宝、教育人力、医美个护、运动服饰等消费服务产业研究，6年证券从业经验。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk