



新东方-S (09901.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评
证券研究报告

收入增速超指引，教育业务利润提升

事件

1月21日公司发布FY2Q25 未经审核业绩，实现收入 10.39 亿美元/+19.4%，实现归母净利润 0.32 亿美元/+6.2%，实现经调整归母净利润 0.36 亿美元/-29.1%。

点评

收入端超指引，教育新业务增长带动收入高增。 FY2Q25 实现收入 10.39 亿美元/+19.4%，其中教育业务（不包含东方甄选及直播电商业务）实现收入 8.94 亿美元/+31.3%，超此前指引（8.51~8.72 亿美元）。其中出国考试培训、出国咨询业务分别同比+21.1%/+31.0%；成人及大学生国内考试培训业务+34.9%。教育属性新业务同比增长 42.6%，主要受益于学习机业务、非学科辅导需求强劲。FY3Q25 公司教育业务营收指引 10.1~10.3 亿美元，同增 20~23%。

学习机付费用户同增超 40%。截止 24 年 11 月末非学科类辅导在近 60 个城市开展，FY2Q25 报名人数 99.4 万人/+26.5%。3) 智能学习系统机设备在约 60 个城市采用，FY2Q25 活跃付费用户数 26.1 万/+44.2%。K-9 非学科类培训需求旺盛。

教育业务经营利润率提升，费用控制良好。产能爬坡盈利能力提升，FY2Q25 公司毛利率 52.0%，同比提升 0.6pct；销售费用率 18.9%/+1.1pct，管理费用率 31.3%/+0.2pct。经营利润率（不含电商）2.8%/+1.0pct；Non-GAAP 经营利润率（不含电商）达 3.2%/+0.1pct。

盈利预测、估值与评级

我们预计 FY25~27 Non-GAAP 归母净利为 4.9/6.7/8.5 亿美元，YoY+34.75%/+35.96%/+27.21%，当前股价对应 PE 为 20.2/14.8/11.7X，考虑到公司教育新业务仍有望保持较快增长、文旅业务有望成为新增长曲线，维持“买入”评级。

风险提示

招生增长和学费提价不及预期的风险；教育行业的政策变动风险。

国金证券研究所

分析师：叶思嘉（执业 S1130523080001）

yesijia@gjzq.com.cn

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

市价（港币）：46.700 元

相关报告：

1.《新东方-S 公司深度研究：深耕行业三十载，教育龙头地位稳固》，2025.1.21



主要财务指标

项目	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入(百万元)	2,998	4,314	5,088	6,235	7,598
营业收入增长率	-3.46%	43.89%	17.96%	22.52%	21.87%
Non-GAAP 归母净利润 (百万美元)	201	365	492	670	852
归母净利润增长率	扭亏	81.94%	34.75%	35.96%	27.21%
摊薄每股收益(元)	0.11	0.19	0.25	0.35	0.45
每股经营性现金流净额	0.59	0.68	0.57	0.75	0.99
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.92%	8.20%	9.86%	11.94%	13.20%
P/E	35.42	42.98	20.2	14.8	11.7
P/B	1.75	3.55	2.32	2.03	1.76

来源：公司年报、国金证券研究所；注：公司财年未为每年 5 月末


附录：三张报表预测摘要
损益表(美元 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	3,105	2,998	4,314	5,088	6,235	7,598
增长率	-27.4%	-3.5%	43.9%	18.0%	22.5%	21.9%
主营业务成本	1,754	1,409	2,051	2,251	2,649	3,188
%销售收入	56.5%	47.0%	47.5%	44.2%	42.5%	42.0%
毛利	1,351	1,588	2,263	2,837	3,585	4,411
%销售收入	43.5%	53.0%	52.5%	55.8%	57.5%	58.0%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	467	445	661	774	950	1,156
%销售收入	15.0%	14.8%	15.3%	15.2%	15.2%	15.2%
管理费用	1,867	954	1,252	1,562	1,954	2,401
%销售收入	60.1%	31.8%	29.0%	30.7%	31.3%	31.6%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	-1,203	188	282	505	687	861
%销售收入	-38.8%	6.3%	6.5%	9.9%	11.0%	11.3%
财务费用	-119	-114	-153	-76	-117	-170
%销售收入	-3.8%	-3.8%	-3.6%	-1.5%	-1.9%	-2.2%
投资收益	-51	-7	-59	0	0	0
%税前利润	4.7%	-2.4%	-13.6%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-983	190	350	500	681	853
营业利润率	-31.6%	6.3%	8.1%	9.8%	10.9%	11.2%
营业外收支						
税前利润	-1,084	301	435	581	804	1,030
利润率	-34.9%	10.1%	10.1%	11.4%	12.9%	13.6%
所得税	136	66	110	145	201	258
所得税率	-12.6%	21.9%	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	-1,220	235	325	436	603	773
少数股东损益	-33	58	16	20	27	35
归属于母公司的净利润	-1,188	177	310	416	576	738
净利率	n.a	5.9%	7.2%	8.2%	9.2%	9.7%

现金流量表(美元 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-1,188	177	310	416	576	738
少数股东损益	-33	58	16	20	27	35
非现金支出	866	133	-36	15	22	28
非经营收益						
营运资金变动	-1,154	538	742	391	500	717
经营活动现金净流	-1,280	971	1,123	938	1,228	1,623
资本开支	-151	-143	-249	-320	-280	-240
投资	1,343	101	-871	-30	-30	-30
其他	-24	4	-34	142	6	8
投资活动现金净流	1,169	-37	-1,154	-208	-304	-262
股权募资	0	-179	-59	0	0	0
债权募资	-222	-49	0	0	0	0
其他	-9	-19	-101	-1	-1	-1
筹资活动现金净流	-231	-247	-160	-1	-1	-1
现金净流量	-438	611	-216	757	951	1,387

资产负债表(美元 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,149	1,663	1,389	2,146	3,098	4,485
应收款项	243	243	344	391	479	584
存货	28	53	93	102	120	144
其他流动资产	3,055	2,456	3,563	3,589	3,635	3,690
流动资产	4,474	4,414	5,389	6,229	7,332	8,903
%总资产	74.1%	69.0%	71.5%	73.4%	75.0%	77.6%
长期投资	204	196	0	0	0	0
固定资产	403	360	508	600	667	712
%总资产	6.7%	5.6%	6.7%	7.1%	6.8%	6.2%
无形资产	605	570	777	889	971	1,026
非流动资产	1,561	1,979	2,143	2,263	2,442	2,572
%总资产	25.9%	31.0%	28.5%	26.6%	25.0%	22.4%
资产总计	6,035	6,392	7,532	8,491	9,774	11,475
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	22	70	106	116	137	164
其他流动负债	1,688	2,181	2,895	3,358	3,990	4,863
流动负债	1,710	2,251	3,001	3,474	4,127	5,027
长期贷款	65	15	14	14	14	14
其他长期负债	466	312	467	490	490	490
负债	2,241	2,578	3,483	3,979	4,631	5,532
普通股股东权益	3,706	3,604	3,776	4,220	4,823	5,588
其中：股本	2	2	2	2	2	2
未分配利润	3,575	3,630	3,870	4,314	4,917	5,682
少数股东权益	88	210	273	293	320	355
负债股东权益合计	6,035	6,392	7,532	8,491	9,774	11,475

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-0.70	0.11	0.19	0.25	0.35	0.45
每股净资产	2.18	2.19	2.29	2.58	2.95	3.42
每股经营现金净流	-0.75	0.59	0.68	0.57	0.75	0.99
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	-32.05%	4.92%	8.20%	9.86%	11.94%	13.20%
总资产收益率	-19.68%	2.77%	4.11%	4.90%	5.89%	6.43%
投入资本收益率	-35.11%	3.83%	5.18%	8.37%	9.99%	10.83%
增长率						
主营业务收入增长率	-27.39%	-3.46%	43.89%	17.96%	22.52%	21.87%
EBIT增长率	-772.90%	115.60%	50.05%	79.48%	35.94%	25.25%
净利润增长率	-455.16%	114.93%	74.57%	34.41%	38.43%	28.08%
总资产增长率	-40.55%	5.93%	17.82%	12.74%	15.11%	17.40%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.5	3.0	2.6	2.3	2.3	2.3
存货周转天数	6.1	10.3	12.8	15.6	15.1	14.9
应付账款周转天数	6.2	11.8	15.4	17.7	17.2	17.0
固定资产周转天数	73.5	45.8	36.2	39.2	36.6	32.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-16.28%	-35.03%	-22.41%	-36.38%	-50.42%	-66.97%
EBIT利息保障倍数	-297.1	265.5	945.0	584.9	795.1	995.8
资产负债率	37.14%	40.32%	46.24%	46.86%	47.38%	48.21%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究