

社会服务

2025年01月22日

新东方-S (09901)

—— 一半海水，一半火焰

报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据：2025年01月21日

收盘价 (港币)	46.70
恒生中国企业指数	7320.88
52周最高/最低 (港币)	77.05/41.80
H股市值 (亿港元)	794.83
流通H股 (百万股)	1,701.99
汇率 (人民币/港币)	1.0854

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

黄哲 A0230513030001
huangzhe@swsresearch.com

联系人

黄哲
(8621)23297818×
huangzhe@swsresearch.com

投资要点：

新东方公布 25 财年第二季度 (2QFY25, 2024.9-2024.11) 收入 10.39 亿美元，同比增长 19.4%，Non-GAAP 归母净利润 0.36 亿美元，同比下降 29.1%。公司业绩符合我们预期。

新业务依旧强势增长。 2Q 教育业务收入同比增长 28%至 8.99 亿美元。素养教培和学习机业务构成的新业务收入 3.01 亿美元，同比增长 43%。非学科素养培训人次 99.4 万，同比增长 26.5%。我们预计全年非学科培训人次 382 万，相较“双减”前年均约 1200 万人次培训规模仍有 3 倍的上涨空间。我们认为非学科素养业务的高增源自“双减”后教培市场供需格局优化的结果。我们认为公司将通过产品矩阵，在小学阶段提供素养班课，而初中阶段推出学习机订阅服务来满足不同阶段学生需求。本季度教学网点增至 1140 个，同比增长 35.1%，延续了过去两个季度高速增长 (4QFY24, 1QFY25 网点同比增速分别为 37%和 37.3%)。作为培训人次的领先指标，我们认为教学点扩张提速代表需求的景气度仍处于上升通道。教学网点加速扩张将带动培训人次加速增长，带动收入增长提速。

出国留学业务面临挑战。 偏高端消费的出国留学业务增长受到挑战。虽然本季度收入达到 2.49 亿美元，同比增长 30.3%，但预计 3Q 受到需求放缓等因素影响，收入仅 3.18 亿元，同比增长放缓至 19.5%，拖累教育业务收入同比增速下降至 23%。经历过去 2 年收入高增后，出国留学板块需求回归常态。

维持买入评级。 鉴于公司积极应对出国留学业务增长放缓的现状，推出针对青少年的留学英语服务。我们预计出国留学业务增长颓势得以缓和。我们维持公司 25/26/27 年调整后归母净利润至 4.93 亿/6.72 亿/8.91 亿美元。我们维持 SOTP 估值下目标价 109.5 美元 (或 85.6 港元，每一股 ADR 等于 10 股普通股，港股交易的是普通股)，维持买入评级。

风险提示： 非学科培训监管政策加码；海外地缘政治因素导致境外留学签证受阻，业务恢复放缓。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2,998	4,314	5,271	6,714	8,605
同比增长率 (%)	-3.46	43.89	22.20	27.36	28.18
经调整归母净利润 (百万元)	259	381	493	672	891
同比增长率 (%)	NA	47.20	29.36	36.32	32.52
每股收益 (元/股)	1.56	2.30	2.98	4.06	5.38
净资产收益率 (%)	6.17	6.38	7.49	10.51	14.21
市盈率	38.89	26.42	20.42	14.98	11.31
市净率	2.64	1.98	1.90	1.82	1.78

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本



申万宏源研究微信服务号

Investment Highlight:

New Oriental announced 2QFY2025 results (from September 2024 to November 2024), with revenue to be US\$1.039bn, increased of 19.4% yoy. The Non-GAAP net profit attributable to the parent company was US\$36mn, decreased 29.1% yoy. The results was inline with our expectations.

New businesses continue to grow strongly. The revenue of the education business in the second quarter increased by 28% yoy to US\$899mn. The revenue of new businesses, consisting of Non-academic AST and learning machine business, was US\$301mn, a yoy increase of 43%. The enrollment in non-academic AST was 994,000, a yoy increase of 26.5%. We expect the annual enrollment in non-academic AST to be 3.82 million. Compared with the average annual training scale of about 12 million before the "Double Reduction" policy, there is still a three-folds upward potential. We believe that the high growth of the non-academic AST is the result of the optimization of the supply-demand dynamic after the "Double Reduction" policy. We believe that the company will provide non-academic AST for primary school students through its product matrix, and provide learning machine for junior high school students to meet the different needs of students in different grades. In this quarter, the number of learning centers increased to 1,140, a yoy increase of 35.1%, continuing the high growth rate of the past two quarters (the yoy growth rates of learning centers in 4QFY24 and 1QFY25 were 37% and 37.3% respectively). As a leading indicator of enrollment, we believe that the fast expansion of learning centers indicates that the demand is still strong. The accelerated expansion of learning centers will drive the accelerated growth of enrollment and the acceleration of revenue growth.

The overseas education business faces challenges. The growth of the overseas education business, which is a relatively high-end education services, is facing challenges. Although the revenue in this quarter reached US\$249mn, a yoy increase of 30.3%, it is expected to slowdown significantly in third quarter due to sluggish demand. The revenue is expect to be US\$318mn, with growth rate down to 19.5%. It therefore will drag down the growth of education business, with revenue growth slowed to 23%. After two years of high growth, the demand in the overseas education has returned to normal level.

Maintain the "Buy" rating. The company is launching overseas study services for teenagers to regain the growth momentum for overseas education business. We maintain the adjusted net profit attributable to the parent company to US\$493mn/US\$672mn/US\$891mn in FY25/FY26/FY27. We maintain the target price of US\$109.5 under the SOTP valuation (or HK\$85.6. Each ADR is equivalent to 10 ordinary shares, and ordinary shares are traded on the Hong Kong stock market), and maintain the "Buy" rating.

Risk: Regulatory policies for non-academic AST have been tightened. Overseas geopolitical factors have led to obstacles in overseas study visas, slowing down the recovery of the overseas education business.

利润表

(美元百万元)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
收入	2,998	4,314	5,271	6,714	8,605
营业成本	-1,409	-2,051	-2,285	-2,849	-3,624
毛利	1,588	2,263	2,987	3,865	4,982
销售营销费用	-445	661	-625	-811	-1,056
管理费用	-954	1,252	-1,832	-2,272	-2,917
EBITDA	313	420	591	849	1,083
EBIT	190	350	514	765	992
其他收入	118	143	16	9	78
税前利润	309	494	530	774	1,070
所得税	-66	-110	-132	-193	-267
本年利润	235	325	397	580	802
经调整本年利润 (Non-GAAP)	259	381	493	672	891

资料来源：公司公告，申万宏源研究

资产负债表

(美元百万元)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
现金及银行存款	1,663	2,389	3,091	4,257	5,860
贸易应收款	33	10	12	15	19
存货	53	56	59	63	67
短期投资	1,478	1,626	1,788	1,967	2,164
其他流动资产	1,187	1,187	1,187	1,187	1,187
长期投资	400	440	483	532	585
不动产、厂房和设备 (PP&E)	360	486	656	885	1,195
无形资产和其他资产	1,219	1,900	1,508	875	299
总资产	6,392	8,092	8,784	9,781	11,375
流动负债	2,251	2,948	3,427	4,208	5,224
贸易及其他应付款项	70	102	113	141	179
其他流动负债	2,181	2,846	3,314	4,067	5,044
长期负债	327	50	50	50	506
总负债	2,578	2,998	3,477	4,258	5,730
少数股东权益	210	229	229	230	231
股东权益	3,815	5,094	5,307	5,523	5,646
总负债和权益	6,392	8,092	8,784	9,781	11,375

资料来源：公司公告，申万宏源研究

现金流量表

(美元百万元)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
净利润	235	325	397	580	802
加：折旧和摊销	123	70	77	84	92
递延所得税 - 现金流	-32	-32	-32	-32	-32
基于股票的薪酬	90	122	98	98	98
坏账准备	1	1	1	1	1
营运资金变动	200	130	47	130	163
其他	354	329	434	652	854
经营活动产生的现金流	971	946	1,023	1,513	1,978
资本支出	-142	-109	-114	-119	-125
其他投资活动产生的现金流	104	-255	-207	-227	-250
投资活动产生的现金流	-37	-364	-320	-347	-375
股权融资	13	0	0	0	0
回购普通股	-192	0	0	0	0
负债净变动	0	1	2	2	3
股息和利息支付	0	0	0	0	0
其他融资活动产生的现金流	-68	-1	-2	-2	-3
融资活动产生的现金流	-247	0	0	0	0
汇率对现金的影响	-76	0	0	0	0
净现金流	611	583	702	1,167	1,603

资料来源：公司公告，申万宏源研究

关键绩效指标

	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
每股指标 (美元)					
每股收益	-6.17	1.56	2.30	2.98	4.06
每股经营性现金流	-7.74	5.87	5.72	6.18	9.14
每股派息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	22.92	23.05	30.78	32.06	33.37
经营指标 (%)					
投入资本回报率	21.89	23.35	18.88	15.58	13.71
净资产收益率	-32.17	6.17	6.38	7.49	10.51
毛利率	43.51	52.98	52.45	56.66	57.57
EBITDA 率	-25.39	10.43	9.74	11.21	12.64
EBIT 率	-31.64	6.34	8.12	9.75	11.39
收入同比增速	-27.39	-3.46	43.89	22.20	27.36
经调整归母净利润同比增速	NA	NA	47.20	29.36	36.32
资产负债率	37.14	40.32	37.05	39.59	43.53
净资产周转率	0.70	0.79	0.97	1.01	1.24
总资产周转率	0.38	0.48	0.60	0.62	0.72
有效税率	-13.20	21.41	22.21	25.00	25.00
股息率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值 (倍)					
P/E	NA	38.9	26.4	20.4	15.0
P/B	2.7	2.6	2.0	1.9	1.8

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。