

2Q25FY 核心业务超预期, 2H25FY 出国业务或增速放缓

2025 年 01 月 23 日

➤ **事项:** 1月21日晚间, 公司发布 FY2025Q2 (2024年9-11月) 财务业绩, Q2 营收 10.39 亿美元/yoy+19.4%, 经营利润 1926 万美元/yoy-9.8%, 归母净利润 3193 万美元/yoy+6.2%。

➤ **Q2 核心业务收入、利润好于预期, 收入同增 31.3%, K9 新业务保持强劲。** Q2 秋季公司核心业务 (教育+文旅) 收入 8.94 亿美元/yoy+31.3%, 高于此前指引上限 (8.72 亿美元/yoy+28%), 基数效应下增速环比微降。其中, 出国考培/出国咨询收入 yoy+21.1%/31.0%, 国内考培收入 yoy+34.9%, 增速健康; K9 相关新业务 yoy+42.6%, 得益于强劲的需求和稳健的产能扩张、维持强劲增长, 其中非学科辅导报名人数人次 yoy+26%, 智能学习系统活跃付费用户数 yoy+44%。Q2 核心业务 Non-GAAP 经营利润率 3.2%, 同比+12bp, 尽管文旅业务淡季有所亏损, 但得益于教育收入的超预期增长和成本费用的合理管控, 利润率同比保持稳定。

➤ **Q3 核心业务收入指引 yoy+20~23% (人民币口径), 环比降速主系出国业务放缓。** 公司预计 Q3 寒假核心业务收入 10.073-10.325 亿美元/yoy+18~21%, 人民币口径预计 yoy+20~23%, 收入环比降速, 主要由于出国考培高端需求疲软, 同时观察到由于海外留学费用上涨、家长对送孩子出国留学态度出现变化, 公司预计出国留学相关收入增速将降至 15%左右。2024 年以来英美澳加留学生政策有所收紧、学费普遍上涨, 而欧亚其他国家总体保持开放、性价比较高, 我们判断出国留学正在经历结构性调整 (参考我们的深度报告《教培行业研究系列 (七): 出国考培的再研究, 供需变化的新趋势》)。利润端, 由于高利润率的出国业务增速放缓, 以及文旅新业务投入, Q3 核心业务利润率或有承压。

➤ **东方甄选 Q2 表现亏损环比收窄, 但下半财年表现同比增速可能承压。** 根据公司财报推算东方甄选 Q1/Q2 的 Non-GAAP 经营亏损分别约为 1180/100 万美元, Q2 不再有与辉同行剥离带来的影响, 表现利润有所改善。展望下半年, 由于上年同期知名主播董宇辉、与辉同行仍在表内、基数较高 (FY2024H2 收入约 41 亿人民币/yoy+95%, GMV 约 86 亿元/yoy+65%), 预计 FY2025H2 表现同比增速存在压力。环比来看, 根据蝉妈妈数据, 2024 年 8 月以来东方甄选在抖音平台的 GMV 逐月上涨, 2024 年 12 月增至 7.8 亿元, 日均 GMV 修复至 2616 万元, 接近 2023 年平均水平。

➤ **投资建议:** 公司是国内教培行业龙头, 主力 K12 业务表现稳健, 行业贝塔仍在。目前公司出国业务因国际环境和国内消费疲软承压, 但龙头的品牌/渠道/教研优势不改, 我们看好大环境修复后公司业务的再度回暖。基于公司 Q2 业绩和 Q3 指引, 我们下调公司 FY2025-FY2027 总收入至 48.73/56.75/64.52 亿美元, 3 年 CAGR 约 14%; Non-GAAP 归母净利润 4.75/5.68/6.60 亿美元, 3 年 CAGR 约 20%; 经调整 EPS 0.29/0.35/0.40 美元, 对应当前股价 PE 为 16/13/11x。维持推荐评级。

➤ **风险提示:** 国际关系恶化, 海外通胀, 新业务拓展不及预期, 教育政策收紧。

盈利预测与财务指标

单位/百万美元	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	4,314	4,873	5,675	6,452
增长率(%)	43.9	13.0	16.5	13.7
经调整净利润	381	475	568	660
增长率(%)	47.2	24.7	19.5	16.2
EPS(基于经调整净利润)	0.23	0.29	0.35	0.40
P/E(基于经调整净利润)	19	16	13	11
P/B	2.0	1.8	1.6	1.4

资料来源: iFind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 1 月 22 日收盘价, 汇率 1HKD=0.13USD)

推荐

维持评级

当前价格:

35.40 港元



分析师 易永坚

执业证书: S0100523070002

邮箱: yiyongjian@mszq.com

分析师 徐熠雯

执业证书: S0100523100002

邮箱: xuyiwen@mszq.com

相关研究

1. 新东方-S (9901.HK) 2025 财年一季报点评: 教育业务保持较好增长、暑期利润率进一步提升-2024/10/25
2. 新东方-S (9901.HK) 2024 财年四季报点评: 利润端短期扰动, 看好教培业务健康发展-2024/08/04
3. 新东方-S (9901.HK) 2024 财年三季报点评: 营收超预期, 利润受多个短期因素扰动-2024/04/26
4. 新东方-S (9901.HK) 2024 财年二季报点评: 业绩继续超预期, 下季度收入指引同增 42-45%-2024/01/29
5. 新东方-S (9901.HK) 2024 财年一季报点评: 业绩继续超预期, 趋势持续向好-2023/10/29

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万美元)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产合计	5,389	6,465	7,305	8,192
现金及现金等价物	1,389	2,461	3,218	4,020
应收账款及票据	30	41	28	22
存货	93	67	77	88
其他	3,877	3,897	3,982	4,063
非流动资产合计	2,143	2,224	2,503	2,849
固定资产	508	600	730	894
商誉及无形资产	777	889	1,037	1,219
其他	858	736	736	736
资产合计	7,532	8,689	9,808	11,041
流动负债合计	3,001	3,683	4,253	4,836
短期借贷	0	0	0	0
应付账款及票据	106	78	54	61
其他	2,895	3,606	4,199	4,774
非流动负债合计	482	519	519	519
长期借贷	14	14	14	14
其他	467	504	504	504
负债合计	3,483	4,202	4,772	5,355
普通股股本	2	2	2	2
储备	3,774	4,222	4,764	5,398
归属母公司股东权益	3,776	4,224	4,766	5,400
少数股东权益	273	264	270	287
股东权益合计	4,049	4,487	5,036	5,686
负债和股东权益合计	7,532	8,689	9,808	11,041

现金流量表 (百万美元)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动现金流	1,123	1,259	1,205	1,350
净利润	310	445	540	631
少数股东权益	16	-9	6	17
折旧摊销	107	146	171	204
营运资金变动及其他	691	678	487	497
投资活动现金流	-1,154	-190	-450	-550
资本支出	-249	-350	-450	-550
其他投资	-905	160	0	0
筹资活动现金流	-160	0	0	0
借款增加	0	0	0	0
普通股增加	-59	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	-101	0	0	0
现金净增加额	-216	1,071	757	802

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万美元)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	4,314	4,873	5,675	6,452
其他收入	0	0	0	0
营业成本	2,051	2,329	2,707	3,071
销售费用	661	794	925	1,052
管理费用	1,252	1,306	1,464	1,619
研发费用	0	0	0	0
财务费用	-153	-138	-149	-154
权益性投资损益	-59	0	0	0
其他损益	-10	0	0	0
除税前利润	435	581	728	864
所得税	110	145	182	216
净利润	325	436	546	648
少数股东损益	16	-9	6	17
归属母公司净利润	310	445	540	631
EBIT	282	443	579	710
EBITDA	388	589	750	914
EPS (元)	0.19	0.27	0.33	0.39

主要财务比率	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
成长能力(%)				
营业收入	43.89	12.96	16.46	13.70
归属母公司净利润	74.57	43.82	21.29	16.87
盈利能力(%)				
毛利率	52.45	52.20	52.30	52.40
净利率	7.18	9.14	9.52	9.78
ROE	8.20	10.54	11.33	11.69
ROIC	5.18	7.39	8.60	9.34
偿债能力				
资产负债率(%)	46.24	48.36	48.66	48.50
净负债比率(%)	-33.96	-54.52	-63.61	-70.44
流动比率	1.80	1.76	1.72	1.69
速动比率	0.58	0.77	0.86	0.93
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.60	0.61	0.62
应收账款周转率	137.46	138.64	164.53	258.70
应付账款周转率	23.38	25.41	41.08	53.15
每股指标 (元)				
每股收益	0.19	0.27	0.33	0.39
每股经营现金流	0.69	0.77	0.74	0.83
每股净资产	2.31	2.58	2.91	3.30
估值比率				
P/E	24	17	14	12
P/B	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	15.46	10.19	8.01	6.57

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048