

公司研究

FY25Q2 教育业务表现稳健，下半财年利润率预计承压

——新东方-S (9901.HK) FY25Q2 业绩点评

买入（维持）

当前价：35.40 港元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebsecn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

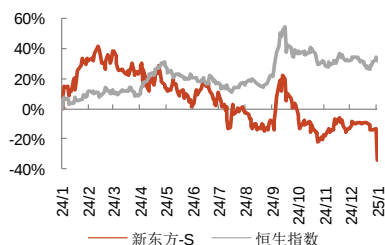
021-52523808

nieboya@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	16.35
总市值(亿元):	578.89
一年最低/最高(元):	31.80/76.29
近 3 月换手率:	20.58%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-21.52	-28.37	-66.30
绝对	-21.13	-33.04	-34.10

资料来源：Wind

相关研报

拨云见日终有时，守得云开见月明——K12 教育培训行业深度报告（2024-12-10）

要点

事件：FY25Q2 新东方实现营收 10.39 亿美元，同比+19.4%；实现归母净利润 0.32 亿美元，同比+6.2%；实现 Non-GAAP 归母净利润 0.36 亿美元，同比-29.1%。

核心教育业务稳健增长，超出此前指引。FY25Q2 核心教育业务（不含甄选）收入同比+31.3%，高于此前指引上沿（同比增长 25%-28%）。**分业务来看：**1) **FY25Q2 出国考试准备和出国咨询业务收入**分别同比+21.1%和+31.0%。其中出国咨询业务收入增速高于指引主要系 2+2 项目及背景提升类项目占比增多，收入提前确认。2) **成人及大学生国内考试准备业务收入**同比+34.9%，尽管考研报名人数连续 2 年下降，但较多机构退出市场带来竞争格局优化，新东方优势进一步巩固。3) **教育新业务营收**同比+42.6%。FY25Q2 教育新业务营收延续高双位数增长，其中在近 60 个城市开展非学科辅导业务，报名人次同比+26.5%至 99.4 万人。FY25Q2 智能学习系统及设备在约 60 个城市中采用，活跃付费用户同比+44.2%至 26.1 万人。

FY25Q2 网点数量环比扩张约中个位数，全年仍维持同比扩张 20%-25%的指引，扩张节奏符合预期。FY25 年公司更加注重提升网点使用效率和网点利润率。

公司指引 FY25Q3 实现收入（不含甄选）10.073-10.325 亿美元，同比增长 18%-21%，以人民币计算的收入增速预计为 20%-23%。收入增速预期放缓，主要受到 1) 基数增大的影响；2) 因宏观经济的不确定性，出国高端一对一业务或受影响；3) 汇率波动的影响。受此影响，全年收入（不含甄选）增速指引下调至 25%（人民币口径），此前指引增速为 30%。

Q2 核心教育业务利润率同比改善，H2 受出国高端一对一和文旅业务拖累利润率预计承压。FY2025Q2 公司毛利率同比+0.6pct 至 52.0%，Non-GAAP 经营利润率同比-3.2pct 至 2.7%，利润率下滑主要受东方甄选和新旅游业务拖累。其中核心教育主业 Non-GAAP 经营利润率为 3.2%，同比+0.12pct。

展望 FY25Q3，受宏观环境不确定影响，出国高端一对一业务预计继续承压，加上文旅业务的拖累，公司预计 FY25Q3 核心教育主业 Non-GAAP 经营利润率同比下滑。随着后续基数压力缓解和宏观环境好转，预计 FY26 利润率较 FY25 有所改善。

盈利预测、估值与评级：考虑到受宏观环境影响，公司出国高端一对一业务承压，且尚难以判断拐点时间，保守起见我们下调公司 2025-2027 财年归母净利润预测分别至 4.13/5.55/7.12 亿美元（分别下调 13%/12%/11%），对应 2025-2027 财年 EPS 分别为 0.25/0.34/0.44 美元，当前股价对应 PE 分别为 18x/13x/10x。当前公司产能扩张及经营情况稳健，核心教育业务利润率持续改善，我们看好教培行业景气度及公司领先优势，维持“买入”评级。

风险提示：政策趋严风险；需求恢复不及预期；新业务拓展不及预期；行业竞争加剧风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入（百万美元）	2998	4314	4996	6112	7251
营业收入增长率	-3.46%	43.89%	15.82%	22.34%	18.62%
净利润（百万美元）	177	310	413	555	712
净利润增长率	114.93%	74.57%	33.40%	34.44%	28.15%
EPS（美元）	0.11	0.19	0.25	0.34	0.44
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.92%	8.20%	9.86%	11.70%	13.04%
P/E	42	24	18	13	10
P/B	16	16	14	12	11

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-01-22

注：新东方财年为截至同一年 5 月 31 日之前的 12 个月；1USD=7.8115HKD；FY2023-FY2025 股本数分别为 16.43/16.48/16.35 亿股

财务报表与盈利预测

利润表 (百万美元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业额	2998	4314	4996	6112	7251
销售成本	1409	2051	2365	2833	3288
其他费用	0	0	0	0	0
销售费用	445	661	765	930	1089
管理费用	954	1252	1450	1767	2082
财务费用	-114	-153	-142	-168	-169
其他经营损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
营业利润	304	504	558	750	961
其他非经营损益	5	-10	0	0	0
税前利润	309	494	558	750	961
所得税	73	169	124	167	213
税后利润	235	325	434	583	747
归属于非控制股东利润	58	16	21	28	36
归属于母公司股东利润	177	310	413	555	712
EBITDA	318	447	636	850	1101
NOPLAT	142	216	323	453	616
EPS(美元)	0.11	0.19	0.25	0.34	0.44

现金流量表 (百万美元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
税后经营利润	239	392	434	583	747
折旧与摊销	123	107	220	268	309
财务费用	-114	-153	-142	-168	-169
其他经营资金	723	777	708	-139	-59
经营性现金净流量	971	1123	1221	544	828
投资性现金净流量	-37	-1154	-350	-250	-250
筹资性现金净流量	-247	-160	142	168	169
现金流量净额	687	-192	1013	462	747

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万美元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
货币资金	1774	1567	2579	3041	3788
应收账款	33	30	39	47	56
预付款项、按金及其他应收	188	276	339	415	492
其他应收款	0	0	0	0	0
存货	53	93	78	93	108
其他流动资产	2367	3423	3248	3973	4713
流动资产总计	4414	5389	6282	7570	9158
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	360	508	534	603	599
在建工程	0	0	125	75	75
无形资产	468	677	606	568	514
长期待摊费用	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1151	958	1008	1008	1008
非流动资产合计	1979	2143	2272	2254	2196
资产总计	6392	7532	8555	9824	11353
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	70	106	122	146	169
其他流动负债	2181	2895	3468	4130	4888
流动负债合计	2251	3001	3590	4276	5058
长期借款	15	14	14	14	14
其他非流动负债	312	467	467	467	467
非流动负债合计	327	482	482	482	482
负债合计	2578	3483	4072	4758	5540
股本	2	2	2	2	2
储备	3630	3870	3870	3870	3870
留存收益	-27	-96	317	872	1584
归属于母公司股东权益	3604	3776	4189	4744	5456
归属于非控制股东权益	210	273	294	322	358
权益合计	3815	4049	4483	5066	5814
负债和权益合计	6392	7532	8555	9824	11353

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP