

新东方-S (09901.HK)

高端业务受宏观经济因素扰动，K12 业务保持稳健

事件：公司发布 FY2025Q2 财报，收入超指引。公司 FY2025Q2（2024 年 9 月 1 日-2024 年 11 月 30 日）实现净营收 10.39 亿美元（yoy+19.4%），其中剔除东方甄选后的净营收达 8.94 亿美元（yoy+31.3%），超过上一季度业绩指引（8.51~8.72 亿美元），经营利润 0.19 亿美元（yoy-9.8%），剔除东方甄选后的经营利润 0.25 亿美元（yoy+102.5%），归母净利润 0.32 亿美元（yoy+6.2%），Non-GAAP 归母净利润 0.36 亿美元（yoy-29.1%）。

K12 业务淡季保持稳定增长。FY2025Q2 公司学习中心环比增长 5%，公司将持续提升教学网点数量与网点利用率，目标 FY25 教学点容量同比增幅在 20-25% 左右。**分业务看**，FY2025Q2 传统教育业务中留学考培/留学咨询/成人及大学生考试同比增长 21.1%/31.0%/34.9%，淡季仍保持稳定增长；教育新业务营收同比增长 42.6%，其中非学科业务单季度学生人次达 99.4 万人（YoY+26.46%），智能学习系统及设备单季度活跃付费用户达 26.1 万人（YoY+44.20%），持续增长；新业务条线看，直播电商自营产品 SKU 达 600 个，自营产品贡献总 GMV 约 37%，文旅业务 FY25Q2 收入同比增长 233%。

FY25Q2 利润率略超预期，Q3 利润率预计略微承压。FY2025Q2 公司毛利率达 52.02%（YoY+0.62PCTs），销售费用率达 18.88%（YoY+1.06PCTs），管理费用率达 31.28%（YoY+0.15PCTs）。经营利润率/Non-GAAP 经营利润率达 1.9%/2.7%，同比-0.6/-3.2PCTs，其中不含东方甄选的经营利润率/Non-GAAP 经营利润率达 2.8%/3.2%，同比+1.0/+0.12PCTs，符合上一季度指引，整体经营利润率同比有所下滑，主要由于 Q2 为全线业务淡季+文旅、电商等业务成本相对刚性，剔除电商后的利润率则保持增长，略超预期。公司预计 FY25Q3 经营利润率同比略微承压，主要是由于留学、1 对 1、文旅业务受到宏观经济影响，但 K12 教育业务预计可保持增长。

收款端保持增长，宏观环境影响下高端业务增速放缓，Q3 指引较为保守。截至 FY25Q2，公司递延收入（客户预收款）19.61 亿美元（YoY+19.2%），收款端保持快速增长，一定程度保障未来收入。公司预计 FY2025Q3 净营收（不包括东方甄选）同增 18%~21%至 10.07~10.33 亿美元，指引较为保守，主要是由于 Q3 留学、文旅业务在宏观经济压力下需求同比增速放缓，预计 FY25Q3 留学考培/教育新业务同比增长 15%/40%（人民币口径）。FY2025 全年营收预计同比增长 25%+（人民币口径）。

投资建议：公司教育业务基本盘稳固，考虑短期宏观经济形势对高端教育及文旅业务的影响，我们调整公司盈利预测，预计 FY2025-2027 年实现 Non-GAAP 归母净利润 5.01/6.23/7.44 亿美元，同增 31.5%/24.4%/19.3%，维持“买入”评级。

风险提示：行业政策风险、行业竞争加剧、业务开展不及预期等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万美元）	2,998	4,314	5,286	6,392	7,465
增长率 yoy（%）	-3.5	43.9	22.6	20.9	16.8
Non-GAAP 归母净利润（百万美元）	258.9	381.1	501.3	623.4	743.6
增长率 yoy（%）	124.7	47.2	31.5	24.4	19.3
Non-GAAP EPS 最新摊薄（美元/股）	1.58	2.33	3.07	3.81	4.55
净资产收益率（%）	6.2	8.0	10.5	12.3	12.5
P/E（倍）	42.9	24.6	17.8	13.9	11.4
P/B（倍）	2.0	1.9	1.7	1.5	1.3

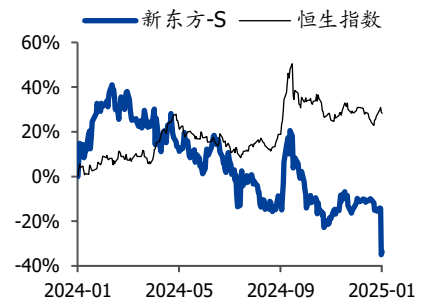
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 01 月 23 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	教育
前次评级	买入
01 月 23 日收盘价（港元）	36.20
总市值（百万港元）	61,612.12
总股本（百万股）	1,701.99
其中自由流通股（%）	96.08
30 日日均成交量（百万股）	5.56

股价走势



作者

分析师 顾晟

执业证书编号：S0680519100003

邮箱：gusheng@gszq.com

分析师 刘书含

执业证书编号：S0680524070007

邮箱：liushuhan@gszq.com

研究助理 阮文佳

执业证书编号：S0680123040007

邮箱：ruanwenjia@gszq.com

相关研究

- 《新东方-S (09901.HK)：教培主业旺季业绩持续兑现，利润率符合市场预期》 2024-10-25
- 《新东方-S (09901.HK)：教培主业经营稳定，产能扩张提供长期增长动能》 2024-08-05
- 《新东方-S (09901.HK)：营收持续超预期，FY24Q4 收入延续较高指引》 2024-04-26

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产	4414	5389	4588	4946	6150
现金	2630	1389	1687	1846	2647
应收票据及应收账款	107	30	198	73	213
其他应收款	38	314	117	404	205
预付账款	0	0	0	0	0
存货	53	93	29	141	57
其他流动资产	1586	3563	2549	2476	3011
非流动资产	1979	2143	2677	2846	2949
长期投资	196	563	563	563	563
固定资产	360	508	336	279	234
无形资产	131	777	959	1205	1516
其他非流动资产	1293	295	819	800	636
资产总计	6392	7532	7265	7792	9099
流动负债	2251	3001	2583	2507	2893
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	125	106	242	157	282
其他流动负债	2126	2895	2339	2356	2615
非流动负债	327	482	140	34	-45
长期借款	15	14	-102	-133	-164
其他非流动负债	312	467	242	167	119
负债合计	2578	3483	2723	2541	2848
少数股东权益	2	2	2	2	2
股本	1940	0	0	0	0
资本公积	1198	0	426	975	1643
留存收益	3604	3776	4202	4751	5419
归属母公司股东权益	210	273	324	409	480
负债和股东权益	6392	7532	7265	7792	9099

现金流量表 (百万元)

会计年度	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动现金流	971	1123	-58	511	1063
净利润	235	310	477	633	740
折旧摊销	123	0	106	76	61
财务费用	0	0	-117	-117	-117
投资损失	0	0	27	22	33
营运资金变动	538	0	-472	-118	280
其他经营现金流	75	813	-96	-61	-72
投资活动现金流	-37	-1154	561	-324	-292
资本支出	-168	-639	-236	-263	-314
长期投资	0	0	-106	-76	-61
其他投资现金流	130	-515	903	15	83
筹资活动现金流	-247	-160	-204	-28	30
短期借款	114	0	117	117	117
长期借款	49	0	-116	-32	-31
普通股增加	13	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-422	-160	-205	-114	-56
现金净增加额	687	-192	298	159	801

利润表 (百万元)

会计年度	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	2998	4314	5286	6392	7465
营业成本	1409	2051	2489	2947	3427
研发费用等其他	0	0	0	0	0
销售费用	445	661	767	927	1082
管理费用	954	1252	1533	1854	2165
财务费用	-114	0	-117	-117	-117
利息收入	114	0	120	120	120
其他非经营性损益	0	143	72	60	90
投资净收益	-7	-59	-27	-22	-33
营业利润	289	435	582	782	925
其他收益及亏损	13	0	15	9	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	301	435	597	792	925
所得税	66	110	119	158	185
净利润	235	325	477	633	740
少数股东损益	58	16	51	85	71
归属母公司净利润	177	310	426	548	669
EBITDA	311	435	586	751	869
EPS (元)	1.08	1.89	2.61	3.35	4.09

主要财务比率

会计年度	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
成长能力					
营业收入(%)	-3.5	43.9	22.6	20.9	16.8
营业利润(%)	125.8	50.7	33.7	34.5	18.2
归属于母公司净利润(%)	114.9	74.6	37.7	28.7	21.9
获利能力					
毛利率(%)	53.0	52.5	52.9	53.9	54.1
净利率(%)	5.9	7.2	8.1	8.6	9.0
ROE(%)	6.2	8.0	10.5	12.3	12.5
ROIC(%)	3.8	7.7	9.2	12.7	16.1
偿债能力					
资产负债率(%)	40.3	46.2	37.5	32.6	31.3
净负债比率(%)	-1.4	51.7	22.8	13.2	3.2
流动比率	2.0	1.8	1.8	2.0	2.1
速动比率	1.9	1.8	1.8	1.9	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.9	0.9
应收账款周转率	31.9	62.9	46.4	47.1	52.1
应付账款周转率	12.3	17.8	14.3	14.8	15.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.08	1.89	2.61	3.35	4.09
每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	0.69	-0.04	0.31	0.65
每股净资产(最新摊薄)	2.33	2.48	2.77	3.16	3.61
估值比率					
P/E	42.9	24.6	17.8	13.9	11.4
P/B	2.0	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	12.9	8.2	10.4	7.1	4.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 01 月 23 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com