

FY25Q2 表现优异，预计 Q3 出国业务增长有所承压

核心观点

FY25Q2 (2024/09/01-2024/11/30) 公司营收 10.39 亿美元/+19.4%，教育主业（不含甄选）营收 8.94 亿美元/+31.3%（此前指引为同比+25%至 28%）。其中：FY25Q2 出国考培、出国咨询、国内考试业务美元收入分别同比+21.1%、+31%、+34.9%，教育新业务同比+42.6%。FY25Q2 公司不含东方甄选业务的 Non-GAAP 经营利润率为 3.2%/+0.12pct。截止 11 月底，教学点达 1140 个，环比增约 5%。

后续展望：①维持 FY25 全年学习网点开拓目标为 20%-25%；②预计 FY25Q3 非甄选业务营收同比增速 18%至 21%，系高端出国考培、部分一对一以及文旅业务增速影响，文旅等业务对于整体利润率或有拖累；③预计全年维度教育业务营收增速可在 25%+、教育业务利润率有望稳健向上。

事件

公司发布 25 财年二季度业绩：FY25Q2 营收 10.39 亿美元/+19.4%；归母净利润 0.32 亿美元/+6.2%；经营利润为 0.19 亿美元/-9.8%；Non-GAAP 净利润 0.36 亿美元/-29.1%；Non-GAAP 经营利润为 0.28 亿美元/-45.8%。

简评

FY25Q2 营收稳健增长，教育业务利润率持续提升。FY25Q2 公司营收 10.39 亿美元/+19.4%，其中教育主业（不含甄选）营收 8.94 亿美元/+31.3%（此前指引为同比+25%至 28%），教育业务仍保持较快增长。其中：

1) **传统教育业务**：FY25Q2 出国考培、出国咨询、国内考试业务美元收入分别同比+21.1%、+31%、+34.9%，其中留学和咨询增速较快主要系低基数，大学生业务增速得益于市占率提升。

2) **教育新业务**：FY25Q2 营收同比+42.6%、营收占比约 25%，其中教育新业务中非学科和智能硬件业务同比维持 40%+高增态势，非学科培训季度招生 99.4 万人次/+26.5%，智能学习系统及设备 FY2025Q2 活跃付费用户 26.1 万/+44.2%。

3) **电商直播东方甄选业务**：FY25Q2 电商业务同比下滑 23%，系东方甄选完成“与辉同行”的剥离。

4) **利润率**：FY25Q2 公司不含东方甄选业务的经营利润率、Non-GAAP 经营利润率为 2.8%/+1pct、3.2%/+0.12pct。

新东方 (EDU.N)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

发布日期：2025 年 01 月 25 日

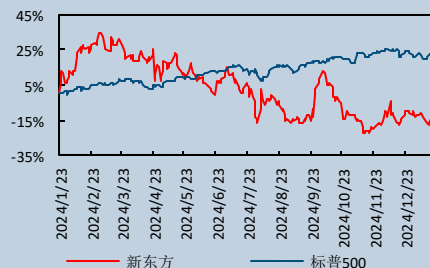
当前股价：46.13 美元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-24.71/-26.94	-32.16/-40.09	-35.89/-66.57
12 月最高/最低价 (美元)		96.31/46.13
总股本 (万股)		16,352.88
流通股本 (万股)		16,352.88
总市值 (亿美元)		75.44
流通市值 (亿美元)		75.44
近 3 月日均成交量 (万)		178.13
主要股东		
Michael Minhong Yu		12.20%

股价表现



相关研究报告

24.11.02	【中信建投轻工纺服及教育】新东方 (EDU):暑期旺季教育业务利润率提升,教学网点稳健扩张
24.08.02	【中信建投轻工纺服及教育】新东方 (EDU):FY24Q4 利润短期承压,教学点扩张提速

5)教学网点稳健扩张:截至11月30日教学点达1140个,环比增约5%,符合此前2025财年扩张节奏20-25%的预期。

后续展望, FY25Q3 教育业务营收增速指引环比继续放缓, 主要系出国等业务需求放缓影响。①公司预计FY25Q3 非甄选业务营收美元/人民币同比增速分别为18%至21%/20%至23%, 增速环比继续放缓, 预计主要系高端出国考培、部分一对一以及文旅业务增速影响, 叠加公司基数增长以及汇率因素。②利润端, 基于公司持续调整出国留学相关备考课程, 核心教育业务运营利润率或将产生影响, 叠加文旅持续投入, 预计Q3运营利润率将有所下降。③维持FY25 全年网点和学习中心扩张目标为20%-25%; ④预计伴随新业务开展以及利用率提升, 预计全年维度教育业务营收增速可在25%+、教育业务利润率有望稳健向上。

盈利预测:基于高端业务有所影响, 下调盈利预测, 预计FY2025-FY2027 营收分别为48.8、57.9、67.2亿美元(前值50.0、60.0、69.2亿美元), 同比+13.0%、+18.8%、+16.0%; Non-GAAP 净利润分别为4.88、6.36、7.71亿美元(前值5.28、6.84、8.30亿美元), 同增28.2%、30.2%、21.2%, 对应PE分别为15、12、10倍, 维持“买入”评级。预计公司FY25-FY27 的OP Margin 分别为9.9%、11.2%、12.0%, Non GAAP口径下的OP Margin 分别为10.5%、11.9%、12.6%。

注: 财年截止到5月底。

风险提示:

1) 政策监管风险:在K12教育培训政策从严的背景下, 公司严格遵守现有教育法规和政策, 贯彻国家“双减政策”, 密切关注行业形势变化, 后续若政策出现变化, 会对公司经营产生影响。

2) 新业务拓展不达预期的风险:公司正在拓展非学科类培训业务以及东方甄选直播电商业务, 且新业务处于快速放量阶段, 其中新拓展业务营收占比接近50%, 若后续新业务拓展不达预期, 或影响公司整体业绩。

3) 运营成本上升的风险:受国家宏观政策因素影响, 公司将结合实际情况调整业务经营策略, 可能面临品牌重建、课程打磨、教师及员工队伍重新招聘培养、市场重新投入、场地改造、证照更新等问题, 可能加大公司运营成本, 导致公司利润水平下降的风险。

图 1:新东方各季度财务数据拆分

截止时间		20230228	20230531	20230831	20231130	20240228	20240531	20240831	20241130	
单位: 亿美元	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4	FY25Q1	FY25Q2
单季度总营收	7.45	6.38	7.54	8.61	11.00	8.70	12.07	11.37	14.35	10.39
	YoY	-43.1%	-3.1%	22.8%	64.2%	47.7%	36.3%	60.1%	32.1%	30.5%
营收 (除东方甄选)					9.57	6.81			12.78	8.94
	YoY								33.5%	31.3%
营收指引 (美元口径, 标红为不含甄选)		下跌9%-6%	14%-17%	53%-57%	32%-35%	23%-26%	42%-45%	28%-31%	31%-34%	25%-28%
汇率						7.28	7.17	7.22	7.22	7.12
利润率	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4	FY25Q1	FY25Q2
Non-GAAP经营利润率 (不含甄选)					22.2%	3.1%			24.4%	3.2%
实际变动									2.20%	0.12%
Non-GAAP经营利润率 (含甄选)	13.0%	2.6%	11.7%	9.1%	22.3%	5.9%	11.7%	3.2%	20.9%	2.7%
实际变动					9.2%	3.3%	0.0%	-5.9%	-1.3%	-3.2%
利润率	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4	FY25Q1	FY25Q2
毛利率	58.1%	47.3%	51.0%	54.5%	59.9%	51.4%	46.6%	52.3%	59.3%	52.0%
经营利润率	10.5%	-0.4%	8.8%	5.6%	18.6%	2.5%	9.4%	0.9%	20.4%	1.9%
净利率	8.9%	0.1%	10.8%	3.4%	15.0%	3.5%	7.2%	2.4%	17.1%	3.1%
销售费用率	13.3%	15.0%	13.6%	17.2%	12.4%	17.8%	13.4%	18.3%	13.5%	18.9%
管理费用率	34.4%	32.7%	28.6%	31.7%	28.9%	31.1%	23.8%	33.0%	25.4%	31.3%
Non-GAAP净利率	11.2%	2.6%	12.7%	7.2%	17.2%	5.8%	8.7%	3.2%	18.4%	3.4%
Non-GAAP经营利润率 (含甄选)	13.0%	2.6%	11.7%	9.1%	22.3%	5.9%	11.7%	3.2%	20.9%	2.7%

数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 2:新东方各季度经营数据

学习中心	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4	FY25Q1	FY25Q2
学校和学习中心	706	708	712	748	793	843	911	1025	1089	1140
学校	98	95	91	85	83	83	81	81	80	80
学习中心	608	613	621	663	710	760	830	944	1009	1060
营运数据	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4	FY25Q1	FY25Q2
智能学习设备活跃付费用户 (万人)	13.1	10.8	10.8	9.9	18.1	18.1	18.8	18.8	32.3	26.1
yoy					38.2%	67.6%	74.1%	89.9%	78.5%	44.2%
非学科类辅导报名人数 (万人)	29.7	47.7	21.8	62.9	43.8	78.6	78.6	87.5	48.4	99.4
yoy					47.5%	64.8%	260.6%	39.1%	10.5%	26.5%
单季度各业务营收增速 (美元口径)	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4	FY25Q1	FY25Q2
单季度营收	-43.1%	-3.1%	22.8%	64.2%	47.7%	36.3%	60.1%	32.1%	30.5%	19.4%
出国考试	2%	17%	13%	52%	52%	47%	52.6%	17.7%	18.8%	21.1%
出国咨询	21%	14%	5%	6%	27%	32%	25.7%	17.3%	20.7%	31.1%
大学国内考试				34.0%	26.0%	42.7%	53.2%	16.4%	30.4%	34.9%
教育新业务						68.3%	72.7%	50.3%	49.8%	42.6%

数据来源: wind, 中信建投证券

图 3:新东方年度财务数据

对应自然年				18.6-19.5	19.6-20.5	20.6-21.5	21.6-22.5	22.6-23.5	23.6-24.5
单位: 亿美元	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024
营收	14.78	18.00	24.47	30.96	35.79	42.77	31.05	29.98	43.14
yoy	18.6%	21.7%	36.0%	26.5%	15.6%	19.5%	-27.4%	-3.5%	43.9%
毛利	8.64	10.50	13.82	17.20	19.90	22.40	13.51	15.88	22.63
销售费用	1.98	2.33	3.24	3.84	4.45	6.01	4.67	4.45	6.61
管理费用	4.71	5.55	7.94	10.34	11.46	14.90	18.67	9.54	12.52
经营利润	1.95	2.62	2.63	3.02	3.99	1.49	-9.83	1.90	3.50
归母净利润	2.25	2.74	2.96	2.38	4.13	3.34	-11.88	1.77	3.10
Non-GAAP经营利润	2.42	2.95	3.54	4.11	4.84	3.89	-10.46	2.59	4.73
Non-GAAP净利润	2.16	2.82	3.20	3.77	4.61	1.86	-8.50	2.80	3.81
调整后毛利				17.20	19.92	22.46	13.51	15.91	22.83
调整后销售费用				3.83	4.41	5.94	4.69	4.39	6.35
调整后管理费用				9.64	10.90	14.35	17.31	8.72	11.75
盈利能力&费用率	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024
净利率	15.2%	15.3%	12.1%	7.7%	11.5%	7.8%	-38.2%	5.9%	7.2%
经营利润率	13.2%	14.6%	10.7%	9.7%	11.1%	3.5%	-31.6%	6.3%	8.1%
毛利率	58.4%	58.3%	56.5%	55.6%	55.6%	52.4%	43.5%	53.0%	52.5%
销售费用率	13.4%	12.9%	13.2%	12.4%	12.4%	14.0%	15.0%	14.8%	15.3%
管理费用率	31.9%	30.8%	32.5%	33.4%	32.0%	34.8%	60.1%	31.8%	29.0%
Non-GAAP 经营利润率	16.3%	16.4%	14.4%	13.3%	13.5%	9.1%	-33.7%	8.6%	11.0%
Non-GAAP 净利率	14.6%	15.7%	13.1%	12.2%	12.9%	4.4%	-27.4%	9.3%	8.8%
调整后毛利率				55.6%	55.7%	52.5%	43.5%	53.1%	52.9%
调整后销售费用率				12.4%	12.3%	13.9%	15.1%	14.6%	14.7%
调整后管理费用率				31.1%	30.5%	33.5%	55.7%	29.1%	27.2%

数据来源: wind, 中信建投证券

资产负债表(百万美元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,414	5,389	6,016	7,128	8,396
现金	3,141	3,455	3,863	4,571	5,429
应收票据及应收账款合计	33	30	34	40	46
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	211	309	350	415	482
存货	53	93	73	85	98
其他流动资产	976	1,502	1,697	2,016	2,340
非流动资产	1,979	2,143	2,238	2,332	2,425
长期投资	400	356	346	336	326
固定资产	360	508	441	384	323
无形资产	29	23	40	74	99
其他非流动资产	1,191	1,256	1,411	1,538	1,677
资产总计	6,392	7,532	8,254	9,460	10,821
流动负债	2,251	3,001	3,213	3,765	4,332
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	70	106	84	99	113
其他流动负债	2,181	2,895	3,130	3,667	4,218
非流动负债	327	482	529	580	637
长期借款	15	14	14	14	14
其他非流动负债	312	467	514	566	622
负债合计	2,578	3,483	3,742	4,345	4,968
少数股东权益	210	273	278	284	291
股本	2	2	2	2	2
资本公积	1,940	1,870	1,870	1,870	1,870
留存收益	1,663	1,904	2,363	2,959	3,690
归属母公司股东权益	3,604	3,776	4,234	4,830	5,561
负债和股东权益	6,392	7,532	8,254	9,460	10,821

现金流量表(百万美元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	971	1123	427	720	858
净利润	235	325	463	602	738
折旧摊销	117	107	90	103	116
财务费用	0	0	-91	-105	-124
其他经营现金流	618	691	-35	120	128
投资活动现金流	-37	-1,154	-110	-117	-124
资本支出	11	-405	33	29	23
其他投资现金流	-48	-749	-143	-145	-148
筹资活动现金流	-247	-160	91	105	124
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-51	0	0	0	0
其他筹资现金流	-196	-160	91	105	124
现金净增加额	687	-192	408	708	858

利润表(百万美元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,998	4,314	4,875	5,790	6,719
营业成本	1,409	2,051	2,210	2,599	2,994
其他营业费用	0	0	0	0	0
销售费用	445	661	765	880	1,001
管理费用	954	1,252	1,419	1,662	1,915
营业利润	190	350	481	650	809
财务费用	-114	10	-91	-105	-124
其他经营损益	5	0	0	0	0
利润总额	309	494	572	755	934
所得税	66	110	99	142	185
权益法投资的亏损	-7	-59	-10	-10	-10
净利润	235	325	463	602	738
少数股东损益	58	16	5	6	7
归属母公司净利润	177	310	458	596	731
经调整项目	82	72	30	40	40
Non-GAAP营业利润	280	473	511	690	849
Non-GAAP净利润	259	381	488	636	771

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)		43.89	13.01	18.78	16.04
Non-GAAP净利润(%)		47.20	28.17	30.21	21.18
Non-GAAP营业利润(%)		68.99	8.04	35.02	23.11
盈利能力					
毛利率(%)	52.98	52.45	54.67	55.12	55.44
Non-GAAP净利率(%)	8.64	8.84	10.02	10.99	11.47
OP Margin(%)	6.34	8.12	9.87	11.22	12.04
Non-GAAP营业利润率(%)	9.33	10.96	10.48	11.91	12.64
ROE(%)	3.15	6.19	10.83	12.34	13.14
偿债能力					
资产负债率(%)	40.32	46.24	45.33	45.94	45.92
净负债比率(%)	-81.95	-84.97	-85.29	-89.10	-92.53
流动比率	1.96	1.80	1.87	1.89	1.94
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.69	1.43	2.80	3.65	4.47
每股经营现金流(最新摊薄)	5.94	6.87	2.61	4.40	5.25
每股净资产(最新摊薄)	22.04	23.09	25.89	29.54	34.01
估值比率					
P/E (Non-GAAP)	29.14	19.79	15.44	11.86	9.79
P/B	2.83	2.70	2.41	2.11	1.83
EV/EBITDA	-4.30	-2.33	-1.83	-1.71	-1.81

数据来源: wind, 中信建投

分析师介绍

叶乐

中信建投证券纺服轻工及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024年“金牛奖”纺服行业最佳分析师，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺服第4、家居第5，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

黄杨璐

中信建投证券轻工纺服&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，专注于家居、黄金珠宝、教育人力、医美个护、运动服饰等消费服务产业研究，6年证券从业经验。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk